

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Stanovení hodnoty společnosti AXA, s. r.o.

Valuation of the Company AXA, Ltd.

Student: Bc. Eva Váňová

Vedoucí diplomové práce: Ing. Josef Kašík, Ph.D.

Ostrava 2015

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Eva Váňová**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **G208T020 Ekonomika podniku**
Téma: **Stanovení hodnoty společnosti AXA, s. r. o.
Valuation of the Company AXA, Ltd.**

Zásady při vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Charakteristika společnosti AXA s. r. o.
 4. Strategická analýza
 5. Aplikace vybraných metod na podnik
 6. Zhodnocení výsledků
 7. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

ANDERSON, Patrick L. *The economics of business valuation: towards a value functional approach*. Stanford: Stanford University Press, 2012. 424 p. ISBN 978-080-4758-307.
DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, rizika, flexibilita*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-8692930-68-2.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Josef Kašík, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014
Datum odevzdání: 25.04.2015



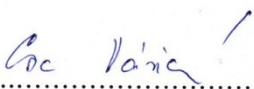
Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení o samostatném vypracování diplomové práce

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci včetně příloh vypracovala samostatně pod vedením Ing. Josefa Kašíka, Ph.D., a že jsem ve své práci uvedla všechny použité literární a internetové zdroje v souladu s právními předpisy.


.....

25. dubna 2015

Vlastnoruční podpis autora

Poděkování

Ráda bych poděkovala panu Ing. Josefu Kašíkovi, Ph.D. za připomínky, odborné rady a pomoc při zpracování této diplomové práce.

Obsah

1.	Úvod	6
2.	Teoretická východiska oceňování podniku	8
2.1	Podnik a podnikatel	8
2.1.1	Obchodní závod dle nového občanského zákoníku	8
2.1.2	Obchodní závod jako základní jednotka hospodářství	9
2.1.3	Definice podniku podle Evropské unie	9
2.1.4	Podnikatel	9
2.2	Podnik a jeho hodnota	10
2.2.1	Tržní hodnota (market value)	11
2.2.2	Subjektivní (investiční) hodnota	12
2.2.3	Objektivizovaná hodnota	12
2.2.4	Kolínská škola (funkcionální hodnota)	13
2.2.5	Likvidační hodnota	13
2.3	Obvyklé důvody oceňování podniku	14
2.4	Právní východisko pro práci oceňovatele	14
2.5	Postup při oceňování podniku	15
2.6	Sběr vstupních dat	16
2.7	Externí analýza	17
2.7.1	Analýza makroprostředí	18
2.7.2	Analýza konkurenčních sil	19
2.8	Interní analýza	20
2.8.1	Analýza mikroprostředí	20
2.8.2	Finanční analýza	20
2.8.3	Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná	26
2.8.4	Analýza a prognóza generátorů hodnoty	26
2.8.5	Předběžné ohodnocení pomocí generátorů hodnoty	29
2.8.6	SWOT analýza	29
2.9	Finanční plán	30
2.10	Ocenění podniku na základě výběru vhodné metody	31
2.10.1	Metody založené na majetkovém principu (stavových veličinách)	34

2. 10. 2 Metody na principu tržních cen	38
2.10.3 Metody založené na výnosovém principu	38
2.10.4 Kombinované metody	44
2.10.5 Metody založené na analýze trhu	45
2. 11 Shrnutí teoretické části	46
3. Popis a charakteristika podniku AXA s.r.o.	48
3.1 Historie a současnost podniku	48
3.2 Produkty a služby podniku	49
3.3 Organizační struktura podniku	49
4. Strategická analýza	51
4.1 Externí analýza	51
4.1.1 PEST analýza – analýza makroprostředí	51
4.1.2 Porter analýza – analýza makroprostředí	54
4.1.3 Analýza mikroprostředí	56
4.2 Interní analýza	62
4.2.1 Finanční analýza	62
4.2.2 Analýza souhrnných ukazatelů	71
4.2.3 Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná	71
4.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty	72
4.2.5 Předběžná hodnota podniku pomocí generátorů hodnoty	76
4.2.6 SWOT analýza	77
4.3 Finanční plán	77
5. Aplikace vybraných metod na podnik	84
5.1 Metoda diskontovaného peněžního toku – DCF	84
5.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA	93
5.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů	95
5.4 Metoda účetní hodnoty	96
6. Zhodnocení výsledků	98
7. Závěr	100
Seznam použitých zdrojů	102
Seznam zkratk	105
Seznam tabulek	

Seznam grafů.....	
Seznam vzorců	
Seznam obrázků	

1. Úvod

Intenzivní změny ekonomického prostředí s sebou přináší vzrůstající složitost a dynamičnost podnikatelského prostředí, které vystavuje podnik neúprosnému tlaku tvrdé konkurence. Tento tlak je navíc umocněn rozpínající se globalizací celosvětové ekonomiky a zatím nekončící celosvětovou hospodářskou krizí. O míře úspěšnosti jednotlivých ekonomických aktérů v tomto konkurenčním boji rozhoduje i to, s jakou intenzitou jsou do podniku zaváděny zdokonalené přístupy a metody analýz, inovované organizační struktury, informační systémy a systémový přístup k vedení organizace. Znalost těchto principů je moderním a zároveň optimálním přístupem k perspektivnímu řešení neustále se měnících podmínek pro ekonomické působení ve společnosti jak na straně vnitřních problémů, tak na straně problémů vzniklých z vnějšího prostředí. Tyto problémy se pak vzhledem k orientaci trhu na zákazníka neustále prolínají.

Každá organizace je specifickým a těžko opakovatelným subjektem a tato jedinečnost vede k logickému závěru, že je těžko možné jasně stanovit návod, jak správně a především zdárně organizaci vést a jaká by měla být její optimální organizační struktura. Důležité také je uvědomění si, že klíčovými faktory pro úspěch každé organizace jsou kvalita, čas, cena a flexibilita. Novým trendem, který je reakcí na dnešní dynamický, přehluštěný a neustále se měnící podnikatelský prostor, se stávají různé transformace a nové, stále se měnící strategie společností. A právě tato skutečnost, s jakou měrou a rychlostí jsou organizace ochotny a schopny uskutečňovat tyto změny, se stává rozhodujícím faktorem určujícím míru úspěšnosti každé jednotlivé organizace. Aby byly však tyto změny, které vznikly na základě progresivního myšlení, uplatňovány v každodenním moderním a dynamickém podnikatelském prostředí, je potřeba vedle kvalitního a moderního způsobu vedení organizace také objektivní a správné ohodnocení podniku, které se stává podkladem pro následné strategické rozhodování podniku.

Cílem diplomové práce je stanovení hodnoty reálného podniku s fiktivním názvem AXA, s.r.o. pomocí zvolených metod oceňování. Účelem oceňování je ověření úspěšnosti podnikání majitelů společnosti a zároveň také nastínění možnosti dalšího strategického postupu do budoucnosti. V tomto konkrétním případě jde o následný prodej společnosti z důvodů

odchodu majitelů do penze. Data potřebná pro zpracování diplomové práce budou čerpána především z veřejně dostupných zdrojů a z informací poskytnutých managementem podniku.

Úspěšné strategické řízení podniku je založeno především na finančním řízení, které má za cíl nejen ohodnotit finanční a hospodářskou výkonnost organizace, ale především jeho adaptaci se, přežití a následně kvalitní existenci v novém globálním světovém hospodářství.

Struktura této práce je založena na chronologii jednotlivých postupů, které jsou nezbytné pro ocenění podniku. První část bude obsahovat definici podniku, podnikání obecně a uvedení důvodů pro oceňování společnosti, dále teoretický výklad metodologie oceňování s důrazem na strategickou a finanční analýzu, finanční plán a jednotlivé metody oceňování. V praktické části bude představen podnik AXA, s.r.o. počínaje jeho historií až do současného postavení na trhu. Jde o střední podnik výrobního charakteru v oblasti strojírenství. V rámci určení hodnoty podniku budou použity analytické metody pro definici makrookolí a mikrookolí podniku, které jsou zásadní pro odhad budoucího vývoje podniku a jeho tržeb. Na základě provedené finanční analýzy bude vyhodnoceno finanční zdraví podniku, na jehož základě lze potvrdit předpoklad fungování podniku i do budoucnosti. Finální fází práce je ocenění podniku za použití zvolených metod.

2. Teoretická východiska oceňování podniku

Teoretická část je zaměřena na vymezení základních pojmů, kterými se bude daná problematika zabývat. Tedy vymezení pojmů podnik a podnikatel, hodnota podniku, obvyklé postupy oceňování podniku, které mají svůj počátek ve strategické a finanční analýze a následně přes finanční plán až po samotné stanovení hodnoty podniku různými metodami oceňování.

2.1 Podnik a podnikatel

Abychom pochopili pojem podnik a podnikání, je třeba tuto problematiku pojmut v širším kontextu. Změny v ekonomice vyvolané změnou politického prostředí v celé Evropě přinesly i změny ve všech provozně ekonomických procesů a subjektů. K nejvýznamnějším procesům patří nejen procesy v oběhu, ale i procesy v řízení lidských zdrojů a fungování samotné organizace jako celku. Oběh jako takový totiž nelze chápat pouze jako činnosti probíhající výhradně mimo výrobní sféru, ale jde o činnost, která spočívá v hmotném spojení i v samotné organizaci a vedení podniku.

V současné době prošly legislativní změny v oblasti názvů podnik a zároveň došlo k úpravě legislativy, která problematiku podniků a podnikání vymezuje. Od roku 2014 je obchodní zákoník nahrazen novým zákoníkem občanským. Také vymezení pojmu společnost s ručením omezeným prošla změnou ve svém legislativním znění.

2.1.1 Obchodní závod dle nového občanského zákoníku

Dosavadní pojem „podnik“, užívaný dle obchodního zákoníku (zákon č. 513/1991 Sb.) do konce roku 2013, byl nahrazen novým pojmem „obchodní závod“ dle nového občanského zákoníku (zákon č. 89/2012 Sb.) Zákoníkem je podle § 502 definován jako „*organizovaný soubor jmění, který podnikatel vytvořil a který z jeho vůle slouží k provozování jeho činnosti*“ [13, s. 107]. Závod může mít i pobočku, která je definována jako „*část závodu a která vykazuje hospodářskou a funkční samostatnost, o které podnikatel rozhodl, že bude pobočkou*“ [13, s. 107].

Zákoník také nově upravuje pojem rodinný závod a tzv. zemědělský závod. Rodinný závod je definován jako závod, ve kterém pracují společně manželé nebo alespoň jeden z manželů.

V takto definovaném rodinném závodě se může také jednat o spolupráci s některým členem příbuzenstva a to až do třetího stupně příbuzenství [13].

2.1.2 Obchodní závod jako základní jednotka hospodářství

Obchodní závod je základní jednotkou každého hospodářství a je třeba jej chápat nejenom jako celistvý subjekt, který působí na trhu vedle dalších subjektů (konkurence, státní a jiné instituce), ale také jako konkrétní otevřený mikrosystém, ve kterém dochází k vzájemným interakcím mezi cíli a potřeby dodavatelů, odběratelů, zákazníků, vlastníků, zaměstnanců apod. Pro národní hospodářství a jeho úspěšné fungování jako celku je důležité úspěšné fungování každého jednotlivého závodu a pro úspěšné fungování závodu je pak důležité uspokojení všech subjektů, které jsou na chodu závodu zainteresované.

2.1.3 Definice podniku podle Evropské unie

Podnikem se rozumí každý subjekt vykonávající hospodářskou činnost, bez ohledu na jeho právní formu [25, s. 38]. Tato definice podniku je nejvhodnějším vyjádřením podstaty podniku pro účely stanovení hodnoty podniku jako celku.

2.1.4 Podnikatel

Podnikatel dle Zákona č. 89/2012., Sb., občanský zákoník, §420 lze definovat takto:

„ Kdo samostatně vykonává na vlastní účet a odpovědnost výdělečnou činnost živnostenským nebo obdobným způsobem se záměrem činit tak soustavně za účelem dosažení zisku, je považován se zřetelem k této činnosti za podnikatele “ [16].

Soustavná činnost nemusí znamenat činnost nepřetržitou, ale znamená takovou činnost, u níž je vidina, že bude vykonávána i nadále.

Samostatná činnost je charakterizována jako činnost osoby, která se může sama rozhodovat o sobě místu výkonu činnosti podle své vlastní svobodné úvahy a volby. Musí

si finančně sama zajišťovat chod podnikání a sama čerpat a rozhodovat o použití zisku vzniklého z podnikatelské činnosti.

Vlastní účet je definice pro provádění podnikatelské činnosti pod vlastním jménem a je-li zapsán do obchodního rejstříku, pod názvem firmy.

Vlastní zodpovědnost vymezuje povinnost nést osobně rizika a odpovědnosti vyplývající z podnikání. Jiná zodpovědnost vyplývá podnikateli jako fyzické osobě a jiná podnikateli jako právnické osobě. Rozdíl spočívá v rozsahu ručení, kdy fyzická osoba ručí za své závazky celým svým majetkem a právnická „pouze“ do výše svých nesplacených vkladů.

Dosažení zisku je dle zákona chápáno jako hlavním cílem podnikatelských aktivit. Pokud není hlavním cílem podnikání neustálý růst hodnoty, který je způsobem právě dosahováním zisku, nejedná se o podnikání. [16]

2.2 Podnik a jeho hodnota

Při stanovení hodnoty podniku je nutné si uvědomit, že v rámci tohoto účelu je důležité k podniku přistupovat jako ke zboží, které je určeno ke směně. Výsledkem procesu ocenění je pak přiřazení určité hodnoty, která vyplývá z věcné zdůvodnitelnosti, podmínek a okolností, které hodnotu ocenění zdokumentují jako nezávislou hodnotu. Lze tedy konstatovat, že stejně tak, jako je každý podnik specifickým a těžko opakovatelným subjektem, tak i model pro oceňování je jedinečným procesem a nelze tedy univerzálně určit jediné, obecně platné a správné ocenění [6].

Podnik tedy vstupuje do tržního procesu se svými dvěma základními vlastnostmi, které má stejné jako zboží. Těmito vlastnostmi jsou jeho užitná a směnná hodnota.

Užitná hodnota je dána souborem vlastností, kterými se statek stává v budoucnu užitečný, tedy koupěschopný. Jedná se o subjektivní a individuální vyjádření pro konkrétního vlastníka podniku.

Směnná hodnota vyjadřuje schopnost statku stát se předmětem směny, která vyústí ve vzájemný vztah mezi nabídkou a poptávkou. Mělo by tedy jít o objektivní hodnotu. Z důvodů obtížnosti vyjádření této subjektivní hodnoty jsou zaváděny různé modely ocenění, které pomáhají vyřešit objektivitu hodnoty podniku ze strany nabízejícího i poptávajícího. Tyto metody svým způsobem suplují tržní mechanismus [6].

Podnik nelze chápat jen po jeho fyzické existenci. V případě ocenění je nutné přeměnit jeho výkonové parametry spolu s právem spojeným s užitím tohoto majetku v odhadovanou hodnotu do budoucnosti.

Ocenění podniku s sebou také nese nutnost rozlišení pojmů cena a hodnota.

Cena představuje konkrétní zaplacenou částku za konkrétní podnik v konkrétním čase a místě. Tato cena je stejně jako cena jakéhokoliv jiného zboží určeného ke směně ovlivněna celou řadou faktorů, které se v tržním hospodářství vyskytují, z nichž nejdůležitější jsou nabídka a poptávka.

Hodnota při ocenění podniku je již výsledkem kombinací všech použitých metod pro určení hodnoty podniku a je vyjádřením takové částky, kolem níž by se měla cena podniku pohybovat [4].

2.2.1 Tržní hodnota (market value)

„Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by se aktivum směňovalo k datu oceňování mezi potenciálním koupěchtivým kupujícím a prodejechtivým prodávajícím při transakci samostatných a nezávislých partnerů po náležitém marketingu, přičemž každá strana by jednala se znalostí, rozumně a bez nátlaku.“ [6, s.16]

Tato hodnota je odvozena od podmínek směny, ale je nutné brát na zřetel, za jakých podmínek se tato hodnota stanoví. Podmínky směny nemusí být vždy v souladu plynulého chodu tržního hospodářství, ale naopak projevem narušení tohoto chodu v podobě úpadku prodejce. V takovýchto podmínkách neodpovídají plné definici výše citované z hlediska „bez nátlaku“, protože v této situaci určitě nejdůležitějšími faktory vytvářejícími tlak jsou faktor času a stejně tak i faktor psychologický.

Tržní hodnota není zatížena dodatečnými náklady, které při prodeji vznikají, jako je například daň. Tržní hodnotu je možno definovat i za situace, kdy není znám kupující a majitel podniku má zájem určit hodnotu svého aktiva a získat tak představu o hodnotě svého majetku.

2.2.2 Subjektivní (investiční) hodnota

Klíčovou roli při stanovení subjektivní hodnoty podniku hraje především subjektivní názor potenciálních kupujících či jiných subjektů posuzujících výhodnost koupě či prodej podniku. Tato subjektivní hodnota bývá často nazývána investiční hodnotou a to z toho důvodu, že je podnik oceňován pro určitého kupce.

Mařík definuje subjektivní hodnotu jako *Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva. Termín investiční hodnota by neměl být zaměňován s tržní hodnotou investičního majetku* [10, s. 26].

Rozdíl v ocenění subjektivní hodnotou spočívá v přístupu manažera a v diskontní míře. Obojí je založeno na předpokladu, že kupec je znám. V tomto případě je budoucí vývoj podniku stanoven na odhadu managementu a diskontní míra vychází z porovnání s druhou nejlepší alternativou, kterou by podnik mohl učinit, kromě prodeje.

2.2.3 Objektivizovaná hodnota

Tato hodnota pojednává o určitém kompromisu, který spočívá mezi hodnotou subjektivní a objektivní. Profesionální znalci a odhadci nechtějí pracovat se subjektivní hodnotou, protože se nejedná o hodnotu, která by vystihovala přesnou skutečnost. Přesná skutečnost je vyjádřena v objektivní hodnotě, ale té nelze dosáhnout z různých důvodů, např. z důvodu úpadku podniku. Znalci proto využili jistého kompromisu, který se blíží k hodnotě přesné skutečnosti. Důležitým předpokladem je, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu a bude využívat všech aktérů podílejících se na tržním mechanismu, který se pak ve svém důsledku odráží na budoucí hodnotě podniku [10].

Rozdíl v ocenění objektivizovanou hodnotou od tržního ocenění spočívá ve vstupu informací. Při stanovení tržní hodnoty jsou využívána tržní data a pro ocenění objektivizované

hodnoty jsou využívány obecně uznávané hodnoty v takových případech, kdy tržní data nejsou dostupná.

2.2.4 Kolínská škola (funkcionální hodnota)

Ocenění podniku touto hodnotou nabízí odlišný postup, jak nahlížet na hodnotu podniku. Podstata tohoto ocenění spočívá především v reálném ocenění podniku pomocí subjektivní hodnoty stanovené na základě plnění funkcí ocenění pro budoucího uživatele.

Východiskem této koncepce je předpoklad, že v evropských zemích je trh s podniky nedostatečně rozvinutý a skýtá mnohá omezení. Základní funkce, které má ocenění plnit jsou dle tohoto přístupu následující:

Funkce poradenská – jde o určení hraničních hodnot, které jsou vyjádřením maximální ceny, kterou může kupující zaplatit, aniž by prodělal a minimální ceny, kterou může prodávající přijmout, aniž by prodělal.

Funkce rozhodčí – spočívá v hraniční hodnotě, kterou stanoví nezávislý oceňovatel, jehož úkolem je nalezení spravedlivé hodnoty pro transakci.

Funkce argumentační – účelem této funkce je nalezení takových argumentů, které by vylepšily pozici jedné ze stran při vyjednávání o ceně.

Funkce komunikační – na základě získaných podkladů je uskutečňována komunikace s veřejností, především s investory a bankami.

Funkce daňová – Výstupem jsou podklady pro daňové účely [10, s. 30-31].

2.2.5 Likvidační hodnota

Její hlavní charakteristikou je absence předpokladu trvání prosperujícího podniku v neomezeném trvání, tedy existují indicie, které upozorňují na skutečnost, že podnik ukončí svou činnost. Jedná se o jednu z netržních kategorií hodnoty, kdy výstupy z účetnictví přestávají hrát roli „pevného bodu“, z něž se může hodnota podniku odvíjet a může dojít i k situaci, kdy výsledná cena může být jakkoliv nízká. Tento výsledek se odvíjí od skutečnosti, zda důvody pro ocenění jsou založeny na neochotě prodávajícího nebo kupujícího, zda dochází k likvidaci podniku v situaci, kdy vlastník prodejem získá více než pokračováním v provozování podniku apod. [10, s. 33].

2.3 Obvyklé důvody oceňování podniku

Ocenění podniku je výsledkem subjektivního přístupu odhadce a tato cena může a nemusí mít vztah k hodnotě, kterou k majetku přisuzují jiné subjekty, zejména pokud jde o prodejce a nabyvatele. Úspěšné ocenění podniku je závislé na klíčových faktorech ocenění, jako jsou kvalita informací, ze kterých jsou data pro ocenění čerpána, individuální přístup oceňovatele a především důvod ocenění a volba metody ocenění.

Je proto nutné si uvědomit, že různé důvody jsou i různým zadáním pro oceňovatele. Různá zadání mohou proto zákonitě vést k odlišným výsledkům. Rozlišujeme ocenění, která vycházejí z různých podnětů.

Důvody pro ocenění podniku mohou být:

- koupě nebo prodej podniku,
- splynutí nebo sloučení společností,
- poskytování úvěru,
- změna právní formy obchodní společnosti,
- uvádění společnosti na burzu,
- restrukturalizace podniku za účelem zvýšení jeho hodnoty,
- vklad podniku do nově zakládané obchodní společnosti,
- rozhodování o možnostech sanace a likvidace,
- hodnocení reálné bornity podniku,
- náhrada za vyvlastnění,
- placení různých daní,
- pojištění podniku [6, s. 10].

2.4 Právní východisko pro práci oceňovatele

Pro práci oceňovatele je důležité dodržovat závazné předpisy, kterými se musí při své práci řídit. V České republice bylo oceňování podniku upraveno do konce roku 2013 zákonem č. 513/1991 Sb., obchodním zákoníkem, který je od 1. 1. 2014 nahrazen zákonem o obchodních korporacích č.90/2012 Sb. Dalším právním předpisem pro oceňovatele je zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku ve znění pozdějších předpisů. Na základě tohoto zákona je podnik oceněn tzv. objektivizovanou hodnotou podniku, která vychází z postupu oceňování ke zjištění

této administrativní hodnoty podniku. Postupy oceňování jsou definovány zákonem č. 151/1997 Sb., dle § 24 a dalších v těchto kategoriích:

1. Obchodní závod nebo jeho část se oceňuje součtem cen jednotlivých druhů majetku sníženým o ceny dluhů.
2. Stanoví-li tak vyhláška, oceňuje se závod výnosovým způsobem, popřípadě jeho kombinací s oceněním podle výše uvedeného odstavce 1.
3. Ocenění závodu výnosovým způsobem se určí jako součet diskontovaných budoucích čistých ročních výnosů závodu. Pravidla diskontování a způsob zjištění výnosů stanoví vyhláška.
4. Pokud je při prodeji závodu cena sjednaná vyšší než cena zjištěná podle výše zmíněných postupů, ocení se závod cenou sjednanou. „*Rozdíl mezi cenou sjednanou a cenou zjištěnou se považuje za cenu dobré pověsti*“, [22, s. 17].

2.5 Postup při oceňování podniku

Prvním krokem při tvorbě postupu oceňování je znalost přesně specifikovaného cíle tohoto ocenění. Je nutné si odpovědět na otázku, jakou přesnou funkci má ocenění splnit a na základě této odpovědi učinit potřebná opatření k získání dostatečného množství informací k analýze samotného podniku a jeho makro i mikroprostředí. Dále je potřeba zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, ze kterých můžeme posuzovat dva základní předpoklady hodnocení podniku, kterými jsou jeho dlouhodobé přežití a schopnost tvorby hodnoty. Pokud by byl záměrem oceňování důvod spojování podniků, pak by bylo nutné postupovat v dalších krocích, kdy oceníme podnik tak, jak by mohl pokračovat samotný a následně tak, jak by mohl pokračovat ve spojení. Rozhodující by pak byla hodnota tohoto samostatného ocenění, která by tvořila dolní hranici pro jednání o ceně nabývajících podniku. Horní hranicí tohoto jednání o ceně podniku by pak byla hodnota samotného ocenění podniku navýšená o synergický efekt vyplývající ze spojení.

Z výše uvedeného lze vyvodit závěr platný pro obecný postup ocenění, který spočívá v těchto krocích:

1. Sběr vstupních dat
2. Strategická analýza:

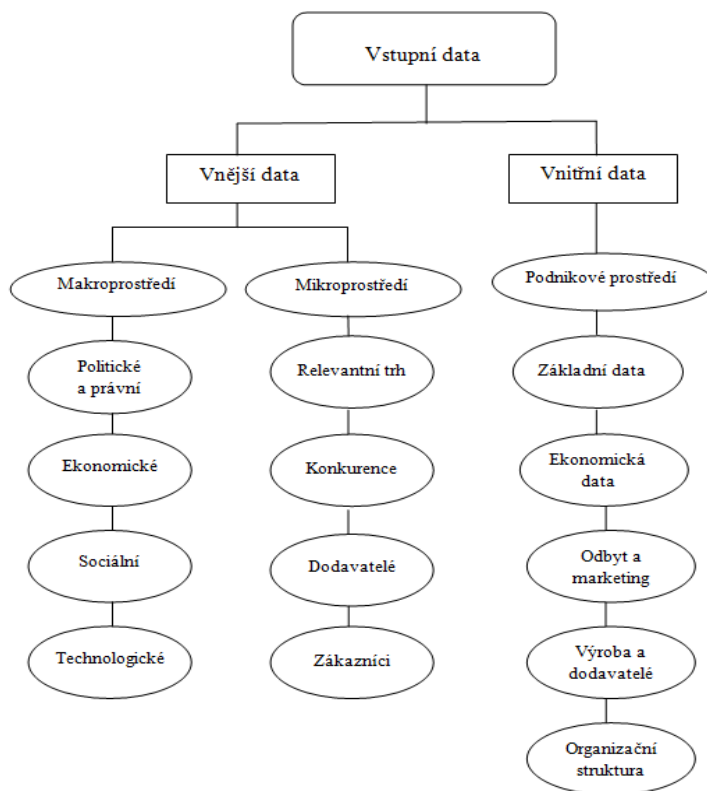
- a. externí analýza:
 - analýza makroprostředí,
 - analýza konkurenčních sil,
 - b. interní analýza:
 - analýza mikroprostředí,
 - finanční analýza,
 - rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná,
 - SWOT analýza
3. Sestavení finančního plánu
4. Ocenění:
- a. volba metody,
 - b. ocenění podle zvolených metod,
 - c. souhrnné ocenění [10].

2.6 Sběr vstupních dat

Kvalita výstupu, v tomto případě kvalita ocenění je především závislá na kvalitě vstupních dat. Vstupní data pro účely jejich dalších analýz lze rozdělit do následujících skupin:

1. Základní data (vnitřní data) o podniku (data pocházející přímo ze samotného oceňovaného podniku, případně z obchodního rejstříku)
2. Ekonomická data (vnitřní data) podniku (účetní výkazy, výroční zprávy, zprávy auditorů, podnikové plány)
3. Odbyt a marketing (vnitřní data)
4. Výroba a dodavatelé (vnitřní data)
5. Organizační struktura podniku (vnitřní data)
6. Makroprostředí (vnější data) podniku (politické, právní, ekonomické, sociální a technologické data)
7. Mikroprostředí podniku (vnější data)
 - a. Relevantní trh, v němž se podnik nachází (vymezení trhu, segmentace trhu, faktory ovlivňující atraktivitu a vývoj trhu)
 - b. Konkurenční struktura relevantního trhu
 - c. Dodavatelé a zákazníci [6, 10].

Z výše uvedeného vyplývá, že vstupní data v zásadě lze členit na vnitřní a vnější a jejich podrobnějším členěním na data o makroprostředí, mikroprostředí a podnikovém prostředí. Toto členění je znázorněno graficky v následujícím obrázku 2.1:



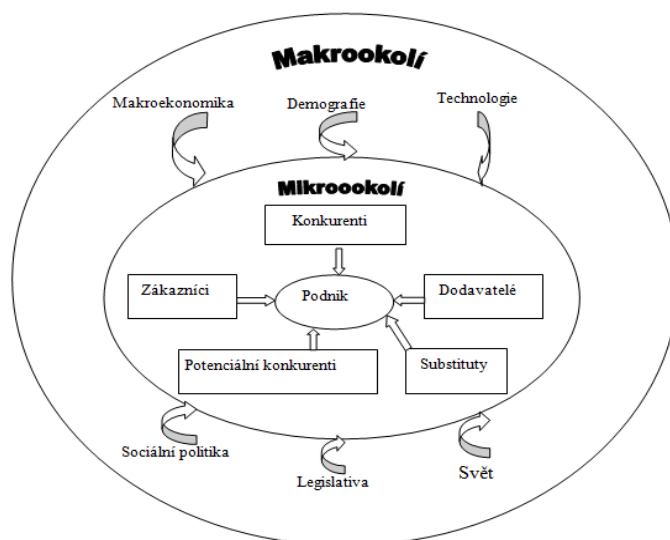
Obrázek 2.1 - Členění vstupních dat [zdroj: vlastní zpracování, inspirováno 6]

2.7 Externí analýza

Podnik, usilující o stabilní postavení v tržním prostředí musí věnovat velmi intenzivní pozornost vývoji makroprostředí, ve kterém funguje. V podmínkách neustálých změn tržního prostředí je nutné monitorovat minulost i přítomnost a na těchto poznatcích vytvářet prognózy vývoje. Odhadce pak při posuzování vlastní výkonnosti podniku v minulosti má velmi kvalitní podklady získané z externí analýzy na posouzení reálnosti cílů podnikatelského záměru. Externí analýza spolu s analýzou interní je kvalitním podkladem pro vypracování strategické analýzy podniku, která se stává důležitým pilířem při stanovení hodnoty podniku.

Externí analýza se soustředí na vyhodnocení vlivu makroprostředí a vlivu konkurenčních sil v makrookolí podniku. Nejznámější metodou externí analýzy jsou:

- **PEST** analýza makroekonomického prostředí,
- **Porterův model pěti sil** pro analýzu konkurenčního prostředí [8].



Obrázek 2.2 - Externí a interní prostředí podniku [zdroj: vlastní, inspirováno 8]

2.7.1 Analýza makroprostředí

Důležitost této analýzy spočívá především v tom, že byla na základě řady teoretických prací věnovaných těmto otázkám, prokázána příčinná souvislost mezi vlastní výkonností podniku a vývojem jednotlivých parametrů makroprostředí. I když míra složitosti uvažovaného prostředí se odvíjí od druhu segmentace činnosti v rámci podniku, lze klasifikovat jednotlivé ukazatele následovně:

- tempo růstu hrubého domácího produktu,
- fiskální politika státu,
- vývoj peněžní nabídky,
- vývoj úrokových sazeb a devizových kurzů,
- vývoj inflace,
- ekonomické a politické šoky,
- demografický vývoj a sociální politika,
- rychlost technologických změn [6].

PEST analýza nám popisuje výše uvedené faktory v minulosti a nabízí nám prognózu, jakým způsobem se tyto faktory mohou měnit v čase. Odhady trendů dokládáme konkrétními fakty, které nám nejčastěji poskytují statistické údaje dokumentující dosavadní vývoj.

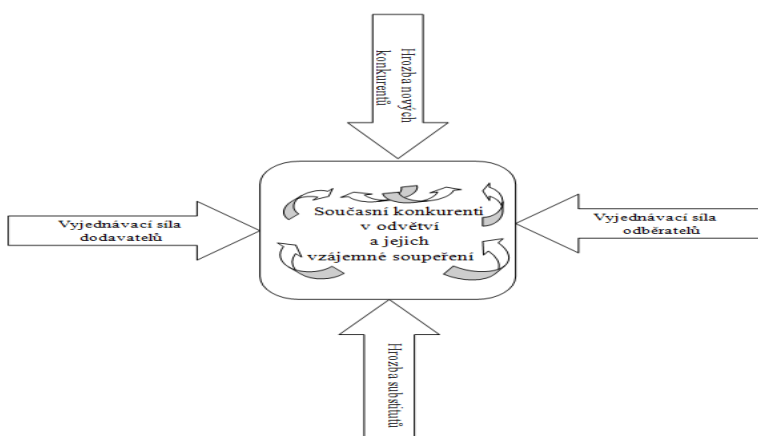
Pojmenování Pest analýza je odvozeno z počátečních písmen čtyř klíčových makroekonomických faktorů:

- **p**olitický (stabilita země, politická situace,
- **e**konomický (HDP, inflace, úroková míra),
- **s**ociologický (demografický vývoj populace, životní styl, úroveň vzdělání),
- **t**echnologický [10].

2.7.2 Analýza konkurenčních sil

Porterova analýza pěti konkurenčních sil hodnotí ty nejvlivnější hybné síly působící v externím prostředí, ve kterém se podnik nachází a které ovlivní strategické rozhodování z pohledu atraktivity trhu nebo tržního segmentu. Pro oceňovatele jsou tyto informace klíčovým zdrojem pro hodnocení výkonnosti podniku a řízení hodnoty firmy.

V této analýze je vymezeno pět dynamických faktorů, kterým musí konkurenční strategie porozumět, aby se tak s nimi mohla úspěšně vypořádat. Těmito faktory jsou: hrozba nově vstupujících firem, vyjednávací vliv zákazníků, hrozba substitutů, vyjednávací vliv dodavatelů a soupeření mezi existujícími firmami. Interakce těchto sil jsou znázorněny v obrázku 2.3:



Obrázek 2.3 - Pět konkurenčních sil [zdroj: vlastní, inspirováno 6, s. 35]

2.8 Interní analýza

Tak jako je neustálá bdělost při monitorování makroprostředí zdrojem stabilní a zdravé konkurenceschopnosti podniku, stejnou mírou přispívá k síle a zdraví podniku i analýza jeho vnitřního prostředí. Interní analýzou podnik vyhodnocuje vhodnost a správnost nasměrování svých strategických kroků, a vyhodnocuje tak především využití zdrojů a možnosti organizace zda skutečně dosahují takových aktivit, které dané prostředí nabízí. Vhodnými prostředky pro uskutečňování interní analýzy jsou:

- analýza mikroprostředí,
- finanční analýza,
- rozdělení aktiv na provozně potřebné a provozně nepotřebné,
- analýza a prognóza generátorů hodnoty,
- předběžné ohodnocení na základě generátorů hodnoty,
- SWOT analýza.

2.8.1 Analýza mikroprostředí

Analýza mikroprostředí nám podrobněji napomůže k vymezení potenciálních možností a hrozeb číhajících na hospodářském trhu v přímé blízkosti podniku a v daném oboru podnikání (vnější analýza). Vnitřní analýza mikroprostředí pak odhaluje prostředí uvnitř podniku.

2.8.2 Finanční analýza

Finanční analýza jako jeden z nejdůležitějších nástrojů určení finanční situace podniku transparentní finanční zdraví podniku a zároveň odhalí jeho silné a slabé stránky. Na jejím základě oceňovatel získává nástroj potřebný jednak ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku a jednak nástroj k posouzení ziskovosti podniku a tedy tím i jeho hodnoty. Základními zdroji finanční analýzy jsou účetní výkazy podniku, které zachycují jeho hospodářské procesy formou finančních zdrojů. Tyto výkazy jsou v podniku tzv. finanční výkazy, které jsou součástí účetních uzávěrek a patří sem rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz cash flow. Dalšími informačními zdroji jsou různé nefinanční výkazy a zprávy vrcholového vedení podniku, auditorů, odborného tisku, burzovního zpravodajství apod.

Finanční analýza je tvořena především na základě poměrových ukazatelů a rozdílové a absolutní ukazatelé slouží k určité doplňkové roli. Rozdílové a absolutní ukazatele se odvíjí od velikosti podniku a proto je nelze užít k mezipodnikovému srovnávání. Důležitým rysem finanční analýzy je právě její mnohočetné využití pro srovnání mezi podniky a tím i pro určení atraktivnosti podniku z pohledu jeho finanční stability a tím i stability určité konkurenceschopnosti, která je důležitým faktorem nejen při volbě strategii podnikání, ale i při stanovení hodnoty podniku.

Poměrových ukazatelů v oblasti finanční analýzy bylo metodicky vytvořeno velmi mnoho, z nichž některé se od sebe navzájem liší jen nepatrně. Je proto vhodné pro potřeby určení hodnoty podniku pracovat pouze s těmi základními ukazateli, kterými jsou:

- ukazatel rentability,
- ukazatel aktivity,
- ukazatel zadluženosti,
- ukazatel likvidity [17].

Ukazatele rentability

Tyto ukazatele se řadí mezi nejvýznamnější ukazatele vyhodnocení atraktivnosti podnikové aktivity. Jde o poměrování zisku se zdroji, kterých bylo k tomuto dosaženého výsledku hospodaření použito. Pro potřeby hodnocení podniku rozeznáváme tyto základní ukazatele rentability:

$$\text{rentabilita aktiv: } ROA = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{aktiva}} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.1)$$

Vzorec 2.1 Rentabilita aktiv [4]

Jde o klíčový ukazatel rentability, který poměruje zisk s celkovými aktivy. Pro vyjádření rentability aktiv se někdy používá místo čistého zisku pojem EBIT¹, což je zisk před úhradou úroků a daní. Použití EBITu v čitateli hodnotí produkční sílu podniku [4].

¹ EBIT = výsledek hospodaření před zdaněním a nákladovými úroky

$$\text{rentabilita VK} \quad \text{ROE} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{VK}} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.2)$$

Vzorec 2.2 Rentabilita VK [4]

Ukazatel je vyjádřením ziskovosti vloženého vlastního kapitálu. Rentabilita vlastního kapitálu by měla být vyšší, než rentabilita celkového kapitálu, a to proto, aby podnik mohl efektivně využívat i cizí zdroje pro financování své činnosti.

$$\text{rentabilita tržeb:} \quad \text{ROS} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.3)$$

Vzorec 2.3 Rentabilita tržeb [4]

Řadí se mezi běžně sledované ukazatele finanční analýzy. Rentabilita tržeb by měla mít vyšší úroveň, aby tak vypovídala o nadprůměrné úrovni firmy [4].

Ukazatele aktivity

Měření schopnosti podniku využívat produktivně vložené zdroje pro tvorbu podnikové aktivity je prováděno pomocí těchto ukazatelů finanční analýzy. Jde o vyjádření aktivity jednotlivých složek v čase, tedy o vyjádření jejich počtu v obrátkovosti či v počtu dní na jednu obrátku. Nejčastěji jsou tyto ukazatele používány pro mezipodnikové srovnání a mezi nejvýznamnější ukazatele aktivity patří:

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{aktiva}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad \text{Optimální trend: klesající} \quad (2.4)$$

Vzorec 2.4 Doba obratu aktiv [4]

Čím je nižší doba obratu aktiv, tím efektivnější je využití vložených aktiv.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad \text{Optimální trend: klesající} \quad (2.5)$$

Vzorec 2.5 Doba obratu zásob [4]

Čím nižší je doba obratu zásob, tím je kvalitnější úroveň běžného provozního řízení.

$$\text{Doba obratu pohledávek} = \frac{\text{pohledávky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad \text{Optimální trend: klesající} \quad (2.6)$$

Vzorec 2.6 Doba obratu pohledávek [4]

Čím je nižší doba obratu pohledávek, tím je kratší dobu vázán kapitál v pohledávkách. Tento ukazatel je důležitý z hlediska plánování peněžních toků [4].

$$\text{Doba obratu závazků} = \frac{\text{závazky}}{\text{tržby}} \cdot 360 \quad (\text{dny}) \quad \text{Optimální trend: stabilita} \quad (2.7)$$

Vzorec 2.7 Doba obratu závazků [4]

Pokud ukazatel vykazuje stabilní trend, je známkou zdravé platební kázně podniku vůči svým dodavatelům

Obrat zásob, obrat aktiv, obrat pohledávek a obrat závazků

$$\text{Obrat} = \frac{360}{\text{doba obratu}} \quad (\text{počet}) \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.8)$$

Vzorec 2.8 Obrat pohledávek, závazků, aktiv [4]

Pomocí těchto ukazatelů vyjadřujeme počet obrátek sledované položky v roce.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad \text{Optimální trend: klesající} \quad (2.9)$$

Vzorec 2.9 Celková zadluženost [4]

Čím vyšší je hodnota ukazatele, tím je vyšší finanční riziko věřitelů. Ukazatel celkové zadluženosti je významný hlavně pro dlouhodobé věřitele (banky).

$$\text{Finanční páka} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad \text{Optimální trend: klesající} \quad (2.10)$$

Vzorec 2.10 Finanční páka [4]

Ukazatel vypovídá o struktuře zadluženosti (v jaké míře jsou aktiva podniku financována penězi vlastníků).

$$\text{Zadluženost VK} = \frac{\text{cizí zdroje}}{\text{vlastní kapitál}} \quad \text{Optimální trend: klesající} \quad (2.11)$$

Vzorec 2.11 Zadluženost VK [4]

Výše tohoto ukazatele je závislá na fázi vývoje firmy a postoji vlastníků k riziku. Pokud se jedná o podnik stabilní, měla by se hodnota tohoto ukazatele pohybovat mezi 80 % až 120% [4].

$$\text{Finanční samostatnost} = \frac{\text{celková aktiva}}{\text{vlastní kapitál}} \quad \text{Optimální trend: stabilita} \quad (2.12)$$

Vzorec 2.12 Finanční samostatnost [4]

Tento ukazatel je tvořen z převrácených hodnot ukazatele zadluženosti VK² a představuje výši VK na 1Kč cizích zdrojů podniku.

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{úroky}} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.13)$$

Vzorec 2.13 Úrokové krytí [4]

Tímto ukazatelem je v podniku měřena výkonnost provozního zisku (kolikrát převyšuje zisk placené úroky). Čím vyšší je jeho hodnota, tím je finanční situace v podniku lepší, resp. jeli jeho hodnota vyšší než 100% značí to efektivní situaci hospodaření v podniku, protože zisk před zdaněním a úroky vydělal na víc, než pouze na samotné úroky. Naopak jeho nízká hodnota by mohla být znakem blížícího se úpadku.

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{\text{EBIT}} \quad \text{Optimální trend: nelze určit} \quad (2.14)$$

Vzorec 2.14 Úrokové zatížení [4]

Ukazatel vyjadřuje jak velká část zisku je odčerpána úroky a abychom mohli posoudit, zda je výhodnější nižší hodnota tohoto ukazatele, museli bychom komplexně posoudit rentabilitu a výnosnost vložených prostředků a úrokové míry [4].

Ukazatele likvidity

Při posuzování finanční stability a úspěšné existence podniku v podmínkách tržního hospodářství je důležitá jeho trvalá platební schopnost. Pokud je podnik schopen vytvářet relativní přebytek aktiv nad hodnotou pasiv, hovoříme tak o jeho solventnosti a pokud je podnik schopen hradit včas své závazky, hovoříme o jeho likviditě. Tyto pojmy pak spolu dohromady vytváří celkový rámec solidního podniku. Mezi nejvýznamnější ukazatele likvidity řadíme:

$$\text{Běžná likvidita} = \frac{\text{oběžný majetek}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad \text{Optimální trend: stabilita} \quad (2.15)$$

Vzorec 2.15 Běžná likvidita [7]

² VK = vlastní kapitál

Ukazatel hodnotí schopnost podniku hradit své závazky ze svých oběžných aktiv, tedy z aktiv k tomuto účelu určených. Pokud se hodnota tohoto ukazatele pohybuje v rozmezí 1,5 – 2,5 jedná se o přiměřenou výši a vypovídá o situaci, kdy podnik efektivně využívá svá oběžná aktiva. [7].

$$\text{Pohotov\acute{a} likvidita} = \frac{\text{ob\acute{e}žn\acute{y} majetek} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.16)$$

Vzorec 2.16 Pohotov\acute{a} likvidita [7]

Tento ukazatel věrněji vypovídá o platební schopnosti podniku, protože zásoby tvoří problematickou část oběžných aktiv z důvodu jejich likvidity. Optimální hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 - 1,5. Růst tohoto ukazatele by měl signalizovat optimální váhu zásob a tím zlepšení finanční a platební situaci podniku. [7].

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{finanční majetek krátkodobý}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.17)$$

Vzorec 2.17 Okamžitá likvidita [7]

Tento ukazatel značí nejvyšší vymezení likvidity pomocí těch nejvíce likvidních položek z oběžného majetku. Optimální hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 0,2 – 0,5 a vypovídá o skutečnosti, že podnik by měl mít takové množství pohotových peněžních prostředků, aby byl schopen své krátkodobé závazky pokrýt alespoň z jedné pětiny [7].

S ohledem na posuzování likvidity podniku se dále používají ve finanční analýze rozdílové ukazatele a to především ukazatel čistého pracovního kapitálu.

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky} \quad \text{Optimální trend: rostoucí} \quad (2.18)$$

Vzorec 2.18 Čistý pracovní kapitál [4]

Nebo:

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{VK} + \text{dlouhodobé závazky} - \text{dlouhodobý majetek} \quad (2.19)$$

Vzorec 2.19 Čistý pracovní kapitál [4]

Jde o ukazatel, který vypovídá o množství volných provozních prostředků, které nám zůstanou k dispozici, když uhradíme všechny své závazky (z pohledu aktivy), nebo kolik cizích dlouhodobých závazků pokrývá dlouhodobý majetek (z pohledu pasiv). Optimální výše tohoto

ukazatele se ve výrobních podnicích pohybuje v rozmezí 10 - 15 %, tzn. značnou náročnost na vázanost prostředků v dlouhodobých aktivech [4].

2.8.3 Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná

Většina expertů na oceňování podniku se shoduje v základním přístupu k oceňování podniku, který spočívá účelnosti rozdělení aktiv podniku na provozně nutná a nenutná. Aktiva, bez kterých by podnik nebyl schopen plnit své podnikatelské záměry, označujeme jako provozně nutná. Mezi tyto aktiva se řadí především fixní aktiva nezbytná k hlavní činnosti podniku, peněžní prostředky, pohledávky a zásoby. Všechna ostatní aktiva, označíme jako provozně nepotřebná aktiva, protože s předmětem podnikání nesouvisí. Přístup rozdělení aktiv vyžaduje učinit další krok potřebný k oceňování podniku a ten spočívá ve vyřazení nákladů a výnosů souvisejících s provozně nepotřebnými aktivy.

Důvody, které nutí oceňovatele k rozdělení aktiv na provozně nutná a nenutná mohou být:

- určitá aktiva jsou málo nebo téměř vůbec využívána a neplynou z nich buď žádné příjmy, nebo jen zanedbatelná výše příjmů,
- dalším důvodem pro vyjmutí nepotřebných aktiv jsou taková aktiva, jejichž používání přináší naprosto odlišná rizika od rizika hlavního provozu podniku,
- provozně nepotřebný majetek je i takový, který zůstane i nadále součástí ocenění podniku, ale pro jejich hodnocení bude vhodnější zvolit odlišné metody ocenění podniku, než byly zvoleny při hodnocení provozně nutných aktiv. Toto ocenění by mělo být vyhodnoceno samostatně [10].

2.8.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Hodnota podniku je určena souhrnem několika základních podnikových veličin, které vytváří hospodářské procesy podniku. Tento souhrn se nazývá generátor hodnoty a podrobná analýza jednotlivých veličin generátorů hodnoty by měla být zaměřena na takové veličiny podniku, které by zajistily v budoucnu tvorbu volných peněžních toků, které jsou nezbytné pro tvorbu hodnoty podniku.

Generátory podniku a jejich rozvoj je následně vyhodnocen ve finančním plánu. Mezi generátory hodnoty jsou řazeny:

- tržby a jejich růst,
- provozní zisková marže,
- investice do pracovního kapitálu,
- investice do dlouhodobého provozně nutného kapitálu,
- diskontní míra,
- způsob financování,
- doba existence podniku [10].

Prognóza tržeb je odvozena z výsledků:

- analýzy a prognózy relevantního trhu,
- analýzy a prognózy vnitřního a konkurenčního potenciálu podniku,
- analýzy časových řad tržeb podniku v minulosti.

Provozní zisková marže se zjišťuje poměrem mezi korigovaným provozním výsledkem hospodaření před zdaněním a tržbami podniku. Úprava provozního výsledku je nutná o majetek, který se nevyužívá k provozní činnosti. Provozní zisková marže se určuje pomocí dvou na sobě nezávislých postupů, tj. postupem shora a postupem zdola. Výsledkem by měla být optimální výše ziskové marže stanovené na základě sladění výše uvedených dvou prognóz.

Investice do pracovního kapitálu jsou zjišťovány ze základního tvaru pracovního kapitálu, ale s tím rozdílem, že od oběžných aktiv se místo krátkodobého cizího kapitálu odečte neúročený cizí kapitál. Položky takto stanoveného pracovního kapitálu jsou tvořeny jen z provozně nutných aktiv. Postup pro výpočet pracovního kapitálu je znázorněn v tabulce 2.1:

Tabulka 2.1 Výpočet upraveného pracovního kapitálu

	Krátkodobý finanční majetek
+	zásoby
+	Pohledávky
-	Neúročené závazky
+	Ostatní aktiva (časové rozlišení aktivní)
-	Ostatní pasiva (časové rozlišení pasivní)
=	Pracovní kapitál

Zdroj: vlastní zpracování, inspirováno [11]

Krátkodobý finanční majetek je nejvhodnější určit pomocí ukazatele likvidity 1. stupně, poněvadž tento ukazatel hodnotí žádoucí výši peněžních prostředků pro plynulý chod podniku.

Zásoby, pohledávky a neúročené závazky analyzujeme nejčastěji na základě těchto ukazatelů: ukazatel podílu položky pracovního kapitálu na výkonu podniku, ukazatel počtu obrátů a ukazatel doby obratu jednotlivých položek kapitálu.

V závěru zjistíme hodnotu pracovního kapitálu a vyhodnotíme tyto výsledky:

- propočet prognózovaného pracovního kapitálu dle jeho položek,
- propočet absolutní velikosti pracovního kapitálu za jednotlivá léta (minulost – budoucnost),
- koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál dle vzorce (2.20):

$$k_{wc} = \frac{WC}{X}, \quad (2.20)$$

Vzorec 2.20 Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál [10]

kde: WC = pracovní kapitál (working capital),
X = tržby.

Náročnost na investice do dlouhodobého majetku lze nejvhodněji posoudit na základě analýz vývoje nárůstu investic v minulosti v návaznosti na odborné posouzení specialistů konkrétní situace daného podniku. Metody, na jejichž základě lze vyhodnotit náročnost budoucích investic členíme podle výchozího přístupu do tří skupin:

- metody založené na globálním přístupu,
- metody založené podle hlavních položek,
- metody založené na odpisech [10, s. 138].

Diskontní míra (kalkulovaná úroková míra) je nástrojem, s jehož pomocí pomítneme do hodnoty podniku faktor rizika a faktor času. Jde tedy o stanovení takové hodnoty úrokového procenta, která vychází z žádoucí úrovně očekávaných výnosů z investovaného kapitálu s ohledem na riziko. O tuto diskontní míru se upraví budoucí příjmy na jejich současnou hodnotu. Oporou pro stanovení výše kalkulované úrokové míry je kapitálový trh a srovnatelné podniky.

2.8.5 Předběžné ohodnocení pomocí generátorů hodnoty

Pomocí generátorů hodnoty oceňovatel přistupuje k dalšímu kroku ocenění a tím je předběžné ocenění hodnoty podniku pomocí volných peněžních toků (FCF), korigovaného provozního zisku po zdanění a přírůstku pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku.

Vzorec pro stanovení předběžné hodnoty podniku má tvar:

$$H_b = \frac{X_{(t-1)} \cdot (1+g) \cdot r_{ZPx} \cdot (1-d) - X_{(t-1)} \cdot g(k_{WC} + k_{DMx})}{i_k - g}, \quad (2.21)$$

Vzorec 2.21 Předběžná hodnota podniku [10]

kde:

- X_{t-1} = celkové tržby v roce t-1,
- g = tempo růstu tržeb,
- r_{ZPx} = zisková marže z korigovaného výsledku hospodaření,
- d = sazba daně,
- k_{WC} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst pracovního kapitálu,
- k_{DMx} = koeficient náročnosti růstu tržeb na růst dlouhodobého majetku,
- t = rok.

2.8.6 SWOT analýza

Vyhotovením SWOT analýzy získáváme syntézu všech předchozích kroků, která vyústí v komplexní vyhodnocení fungování podniku a stává se tak závěrem strategické analýzy nebo podkladem pro stanovení hodnoty podniku. Na základě externí a interní analýzy dochází k odhalení příležitostí a hrozeb podniku a k nalezení silných a slabých stránek tohoto podniku. SWOT analýza je tak podrobena zkoumání vzájemných vztahů výsledků externí a interní analýzy a při správném vyhodnocení těchto výsledků může podnik maximálně využít svých silných stránek k získání příležitostí v okolí podniku [3, s. 50]

SWOT je název pro komplexní analýzu, který vznikl z překladu čtyř anglických slov:

- „S“ - *STRENGTHS* (silné stránky)
- „W“ - *WEAKNESSES* (slabé stránky)
- „O“ - *OPPORTUNITIES* (příležitosti)
- „T“ - *THREATS* (hrozby)

Vyhodnocením výsledků vzájemných interakcí mezi externími a interními faktory podniku lze SWOT následně použít pro expertízu pozice podniku na trhu.

„SO“ - existence příležitostí v okolí podniku stimuluje možnost využít silné stránky podniku.

Jde o ofenzivní přístup z pozice síly a je žádoucí strategií většiny strategických řízení podniků.

„ST“ - v okolí podniku se vyskytují potenciální hrozby, ale silné stránky podniku jsou v této interakci účelně využity k tomu, aby podnik mohl úspěšně přeměnit díky své síle hrozby v příležitosti.

„WO“ - v podniku je mnoho slabých míst, ale výhodou je skutečnost, že se v okolí podniku vyskytuje mnoho tržních příležitostí. Strategie podniku se proto zaměřuje na uchopení těchto příležitostí jako způsobu k účinnému překonání svých podnikových slabin.

„WT“ - situace v podniku je charakterizována převahou slabých stránek a současně v okolí podniku se vyskytuje mnoho rizikových okolností. Strategie podniku je zaměřena na minimalizaci těchto rizik a optimalizaci slabých stránek. [15, s. 92]

2.9 Finanční plán

Konstrukce finančních plánů je běžnou činností každého plánování hospodářských aktivit podniku. Pro potřeby stanovení hodnoty podniku pomocí výnosových metod jsou tyto finanční plány nutné, jelikož tyto metody vyžadují plánování na dobu pěti let následujících výkazů:

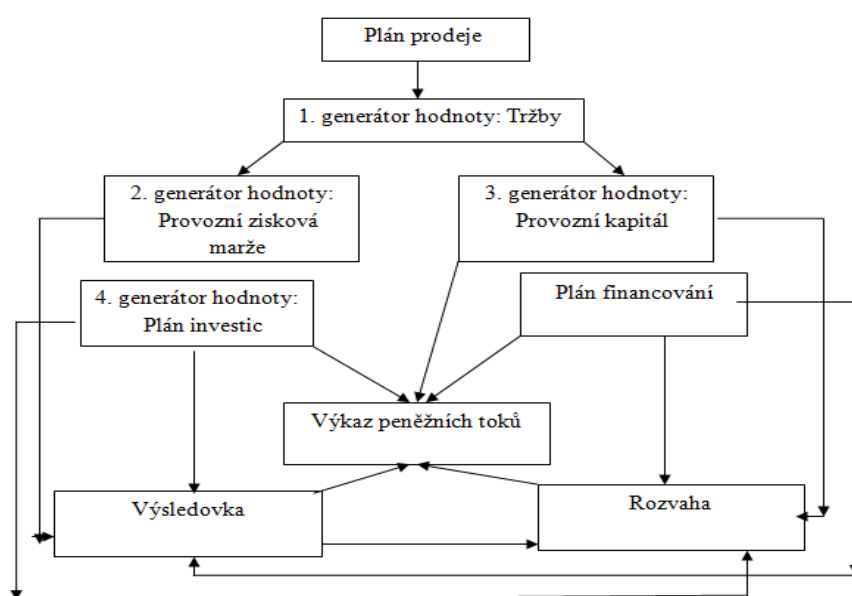
- rozvahy,
- výsledovky,
- výkazu peněžních toků [10, s. 149].

Finanční plán je vyústěním syntézy dílčích vzájemně provázaných plánů, které jsou stanoveny na základě dlouhodobé koncepce podniku. Do soustavy vzájemně provázaných plánů patří především:

- plány tržeb,
- plány ziskové marže a provozního výsledku hospodaření,
- plány kapacit (investice, pracovní kapitál, údržba a obnova, plán odpisů),
- plány zásob, pohledávek a závazků,

- plány financování (splátky úvěrů, navyšování základního kapitálu, nové úvěry),
- plány ostatních položek výkazů,
- formální dopočty [11, s. 135].

Následující obrázek 2. 4 znázorňuje obecný postup sestavení finančního plánu podniku, který je potřeba průběžně doplňovat, upravovat a přepracovávat tak, aby byl co nejvěrnějším obrazem budoucího vývoje podniku. Při tomto postupu je zároveň nutné dodržovat zásadu, že při plánování položek časového rozlišení, nákladových rezerv a opravných položek se vychází buď ve stejné výši, jako v minulosti nebo se z plánování vyjme, poněvadž se nejedná o položky, které by se podílely na provozu podniku [10, s. 151].



Obrázek 2. 2.4 - Postup sestavení finančního plánu podniku [zdroj: vlastní zpracování, inspirováno 10 s.152]

2.10 Ocenění podniku na základě výběru vhodné metody

Pro oceňování podniku existuje celá řada metod a modelů, se kterými mohou znalci a odhadci pracovat. Při výběru vhodné metody ocenění musí znalci vzít v úvahu dva hlavní faktory, které podstatně ovlivní tento výběr. Prvním tímto faktorem pro výběr konkrétní

metody ocenění je účel, za kterým je ocenění prováděno, a druhým faktorem jsou informace, se kterými znalec pracuje.

Podnik může být oceňován pro neznámého nebo konkrétního kupce a na základě toho, pro koho je toto oceňování provedeno rozlišuje Kislingerová tradiční metody oceňování do dvou základních skupin, které se dále dělí do podskupin. Tyto dvě základní skupiny se od sebe liší svou orientací. První skupinu tvoří metody, které jsou fundálně analytické a druhou skupinu metody, které jsou orientované na kapitálový trh. Fundálně analytické metody vychází z podrobných podnikových analýz, kdy zdroje dat jsou čerpány z aktiv, pasiv, nákladů, výnosů, příjmů a výdajů. Naproti tomu druhá skupina metod je založena na informacích vycházejících z činnosti na kapitálových trzích [6].

Další členění metod je založeno na principu, dle kterého je prováděno ocenění. Podle těchto principů jsou metody členěny do čtyř základních skupin.

1. skupina metod spočívá na majetkovém principu a pracuje s veličinami, které jsou označovány jako *stavové*. Jsou to takové veličiny, které vyjadřují svou velikost k určitému časovému okamžiku. Podle povahy hodnot, které se pro ocenění užívají, se dále metody člení na metody, které pracují s účetními hodnotami a metody, které pracují se substančními hodnotami.

- **Účetní hodnota** vlastního kapitálu a aktiv celkem – základním zdrojem informací je účetní závěrka.

- **Substanční hodnota**

- **na principu úspory nákladů**, tj. odhad investičních nákladů na vybudování nového podniku, který porovnáváme s potenciální koupí nové společnosti.
- **Na principu reprodukčních cen** tj., hodnota majetku podniku ponížena o hodnotu dluhů podniku. Hodnota podniku vychází z principu reprodukčních nákladů potřebných na pořízení nových částí podniku.

2. skupina metod spočívá na výnosovém principu a představuje velmi rozsáhlou skupinu metod. Tyto metody jsou založeny na analýze výnosů:

- **Metoda diskontovaných peněžních toků (DCF)** – tyto modely patří v současné době zejména v anglosaských zemích k nejvíce využívaným. Jsou založeny

na takovém principu stanovení hodnoty aktiv, jejichž hodnota se odvozuje od současné hodnoty budoucích peněžních toků.

- **Metoda kapitalizovaných čistých výnosů** – model je pro svou jednoduchost považován za základní model, který nám umožní stanovit hodnotu podniku přímo. Metoda je založena na minulé výkonnosti podniku, a její podstata spočívá v odvození udržitelné hodnoty budoucí úrovně zisku.
- **Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)** – modely pracující s ukazatelem EVA patří mezi nejpokrokovější modely umožňující stanovit hodnotu podniku. Ukazatel *EVA* je zkratkou za anglického označení *economic value addend*, tedy ukazatel pro přidanou ekonomickou hodnotu. Modely jsou založeny na posuzování hodnoty podniku z hlediska určité záruky pro akcionáře, že jejich investice povedou k růstu jejich kapitálů [6, s. 224].

3. skupina metod představuje kombinované metody, které pracují s výsledky z majetkových a výnosových metod.

- **Shmalenbachova metoda střední hodnoty (metoda praktiků)** – v minulosti se řadila mezi často používané metody. Její podstata spočívá ve stanovení hodnoty odvíjející se od hodnoty vložených statků, výkonů podniku a hodnoty jeho budoucí vývoje [6, s. 237].
- **Model diferenciální renty (nadzisku, superzisku)** – modely jsou založeny na principu střední hodnoty tzv. nadzisku či superzisku a zisku. Nadzik nebo superzisk jsou označením pro rozdíl mezi dvěma zisky. První alternativu zisku tvoří zisk, který by byl vytvořen za bezrizikových podmínek a druhou alternativu zisku představuje zisk skutečně vyprodukovaný [6, s. 240].

4. skupina metod je tvořena tržními metodami, které pracují s analýzou aktuálních cen na trhu a řadí se mezi modely relativního oceňování.

- **Ocenění na základě tržní kapitalizace** – východiska pro tyto metody jsou založeny na analýze trhu, kdy ocenění provádíme metodou přímého ocenění z dat kapitálového trhu nebo metodou ocenění vycházející z tržního porovnání.
- **Tržní multiplikátory** – jejich podstata spočívá ve standardizaci tržních násobitelů, mezi něž se řadí např. roční násobitel, násobitel odvozený od prodeje a násobitel odvozený od účetní hodnoty.

- **Metody srovnatelných transakcí** – za účelem srovnání musí být vymezen okruh srovnatelných podniků a výběr tržního multiplikátoru, na jehož základě budou jednotlivé podniky vyhodnoceny [6].

2.10.1 Metody založené na majetkovém principu (stavových veličinách)

Tento přístup ke stanovení hodnoty podniku spočívá v jednoduchém a poměrně srozumitelném principu, kdy se ocení každá majetková složka podniku a souhrn těchto individuálních cen představuje majetkovou hodnotu podniku. Od této hodnoty se následně odečtou dluhy a závazky a výsledkem je hodnota vlastního kapitálu [10, s. 321].

Tyto majetkové metody pro potřeby ocenění podniku rozlišujeme:

- metody likvidační hodnoty,
- metody účetní hodnoty vlastního kapitálu na principu historických cen,
- metody substanční hodnoty na principu reprodukčních cen,
- metody substanční hodnoty na principu úspory nákladů,
- metody majetkového ocenění na principu tržních cen [4].

Metoda likvidační hodnoty

Tato metoda ocenění podniku je použita v takové situaci, kdy podnik předpokládá ukončení své činnosti a na základě tohoto předpokladu se zjistí hodnota majetku k určitému časovému okamžiku. Jde o stanovení hodnoty podniku metodou převážně statickou, kdy se předpokládá, že trh v určitém časovém okamžiku absorbuje podnikový majetek. Na ještě výraznější významnosti tak nabývá faktor rychlosti, času a míra stupně nátlaku, především investorů [10, s. 323].

Likvidační hodnota představuje rozdíl mezi hodnotou podniku a hodnotou závazků včetně odměny likvidátora. Tato hodnota představuje dolní hranici hodnoty podniku. Dojde-li například výnosovou metodou ke stanovení nižší hodnoty, než je hodnota likvidační, tak by mělo platit, že likvidační hodnota by měla být považována za hodnotu podniku.

Význam použití likvidační hodnoty je především v těchto případech:

- ocenění podniků ztrátových,
- ocenění podniků s omezenou životností,
- odhad dolní hranice ocenění podniku,
- rozhodování mezi likvidací a sanací podniku,
- měřítko jistoty kapitálu investovaného do podniku,
- ocenění neprovozního majetku. [10, s. 323]

Metoda účetní hodnoty

Povinnost vést účetnictví vyplývá ze zákonných norem pro každou hospodářskou jednotku bez ohledu na její právní formu podnikání. Konkrétně zákon o účetnictví ukládá povinnost vždy jednou za rok zpracovat účetní závěrku. Na základě výkazů účetní závěrky jsou poskytnuty tyto základní informace:

- hodnota podniku celkem = aktiva (pasiva),
- hodnota základního jmění = počet akcií násobeno nominální hodnotou akcie,
- hodnota vlastního jmění = aktiva (pasiva) – cizí zdroje.

Tato metoda je pro svou jednoduchost zjištění hodnot a pro jejich průkaznost považována v oceňovacích posudcích alespoň jako výchozí hodnota [6].

Metoda substanční hodnoty

Tato metoda stanovení hodnoty podniku se řadí mezi první metody, které se v minulosti velmi rozšířeně používaly a v současné praxi své opodstatnění mají dodnes. Tuto metodu je vhodné uplatnit zejména v takových ekonomikách, kde je míra inflace dlouhodobě relativně nízká [6, s. 129].

Princip této metody je založen na základním ocenění vyplývajícím z analýz jednotlivých složek majetku. Vyčíslí se tak souhrn relativně samostatných ocenění jednotlivých složek podniku, jejichž ocenění je prováděno podle poměrně objektivních pravidel k datu ocenění. Důležitým předpokladem pro použití této metody je, že podnik bude pokračovat ve své činnosti. Oceňovatel jednotlivé majetkové složky znovu oceňuje z pohledu going-concern principu (aktiva se oceňují jako součást fungujícího podniku) [6, s. 130].

Substanční hodnotou rozumíme souhrn samostatných ocenění jednotlivých položek majetku a závazků [4, s. 152].

$$\begin{aligned} & \text{Vzorec pro výpočet substanční hodnoty:} & (2.22) \\ & \Sigma \text{ majetkových hodnot v reprodukčních cenách} \\ & \quad + \text{ výnos z prodeje nepotřebného majetku} \\ & = \text{substanční hodnota brutto} \\ & - \text{ hodnota závazků a dluhů v reálných cenách} \\ & = \text{substanční hodnota netto} \end{aligned}$$

Vzorec 2.22 Substanční hodnota [6]

Substanční hodnota by měla být odpovědí na základní otázku investora, kolik by měl zaplatit, kdyby podobný podnik chtěl zřít zнову na „zelené louce“ [6].

Výhody substanční metody v porovnání s metodou účetní spočívají:

- v ocenění položek majetku na základě tržních podmínek, tj. na základě reprodukčních pořizovacích cen,
- v reálnějším zobrazení hodnoty majetku podniku.

Nevýhody substanční metody představují:

- absence vlivu současné a budoucí výnosnosti podniku na hodnotu podniku,
- pracnost metody, která vyplývá z náročnosti zjišťování reprodukčních nákladů potřebných k znovupořízení jednotlivých složek aktiv,
- absence hodnoty goodwillu [4].

Zdrojem pro zjištění majetku podniku je účetní výkaz – rozvaha. K přehodnocení aktiv přistupujeme jiným způsobem při přehodnocení stálých aktiv a jiným způsobem při přehodnocení aktiv oběžných.

A. Stálá aktiva

Základní členění stálých aktiv vychází z rozvahy a pro stanovení hodnoty stálých aktiv je možné použít následující metody:

- metoda nákladová (náklady na znovu pořízení aktiv, tj. kolik by investor vynaložil na pořízení jednotlivých složek majetku, kdyby je pořizoval znovu),
- metoda výnosová (sleduje budoucí finanční tok spojený s danou majetkovou částí, který je následně diskontován, a poté je vypočtena současná hodnota budoucích výnosů),
- metoda tržního srovnání (vyplývá z porovnání prodejů podobných majetkových částí) [6].

B. Oběžná aktiva

Oběžná aktiva plní funkci zajištění plynulosti reprodukčního procesu především svou potřebnou likviditou, která je spolu s žádoucí úrovní rentability znakem úspěšnosti fungování podniku. Jejich základní členění opět vychází z členění rozvahy. Jedná se o tyto formy oběžných aktiv:

- zásoby,
- pohledávky,
- krátkodobý finanční majetek.

Při ocenění zásob je východiskem jejich účetní hodnota, způsob ocenění, věcná struktura a upotřebitelnost.

Při ocenění pohledávek vychází odhadce z podrobné analýzy pohledávek s ohledem na lhůtu splatnosti, platební morálku a solventnost dlužníků. Hodnota pohledávek vyjádřena ve svých nominálních cenách se poníží o odhad nedobytných pohledávek. Odhad nedobytných pohledávek je stanoven pomocí koeficientu pravděpodobnosti inkasa, kterým se vynásobí absolutní hodnota pohledávek, a tyto nové hodnoty se poté sečtou.

Při ocenění finančního majetku vycházíme z účetní evidence, kde je tento majetek zachycen v nominální hodnotě. U směnek je ale nutné odečíst příslušnou část diskontu [4].

C. Cizí zdroje

Cizí zdroje musí odhadce přesně kvantifikovat a vymezit jejich rozsah. Nestačí pouze přesné ocenění závazků uvedených v rozvaze, ale je nutné tuto kvantifikaci rozšířit i na potenciální závazky, které by do budoucna investorovi vznikly, kdyby investoval do nákupu podniku.

Skladba cizích zdrojů opět vyplývá ze základního členění rozvahy:

- krátkodobé cizí zdroje,

- dlouhodobé cizí zdroje,
- rezervy.

Ocenění krátkodobých závazků je provedeno v nominální hodnotě s cílem zjistit, zda závazky nejsou podceněny.

Ocenění dlouhodobých závazků je provedeno v historických cenách, v nominále se stejným cílem, jaký je uveden u krátkodobých závazků.

Zvlášť značný důraz musí odhadce soustředit k zachycení tzv. podmíněných závazků (kontingent liabilities). Tyto závazky jsou tvořeny například ručiteli úvěrů, indosamenty směnek, smlouvami leasingovými, manažerskými apod.

Ocenění rezerv je potřeba upravit tak, aby byly v souladu se způsobem ocenění příslušných majetkových složek [6].

2. 10. 2 Metody na principu tržních cen

Tento princip tvorby metody vychází z ocenění každé majetkové položky podniku jejími tržními hodnotami a odečtením závazků od součtu těchto hodnot pak dosáhneme hodnoty majetku podniku. Metodu je vhodné použít u investičních společností, ale u společností s běžnými aktivitami není použití této metody vhodné. Nevhodnost metody je dána faktem ocenění jednotlivých položek majetku zvlášť a tedy i jeho prodeje po jednotlivých dílech. Tento princip neodpovídá zásadě ocenění podniku jako celku, tedy zásadě pokračování podniku jako funkčního celku [10].

2.10.3 Metody založené na výnosovém principu

Stanovení hodnoty podniku touto metodou se řadí mezi metody, které využívají poznatku, že hodnota podniku se odvíjí od očekávaného užitku pro jeho držitele. Užitek jsou u hospodářských statků, k nimž se řadí i podnik, očekávané příjmy.

Podle způsobu, kterým budeme nahlížet na budoucí výnos, rozlišujeme tyto základní metody:

- metoda diskontovaného peněžního toku (DCF – discounted cash flow),
- metoda kapitalizovaných čistých výnosů,
- metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- metody kombinované [6].

Metoda diskontovaných peněžních toků

Důležitým měřítkem této metody je odhad budoucího volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Zásady, které musí oceňovatel dodržovat, spočívají:

- ve správném vymezení budoucích peněžních toků vhodných pro ocenění,
- ve stanovení nákladu kapitálu, kterým jsou peněžní toky diskontovány,
- ve stanovení hodnoty pomocí metody ocenění.

Metoda DCF se člení podle čtyř základních technik, které lze použít pro její výpočet:

- ***metoda „entity“*** – východiskem této metody je volný peněžní tok pro vlastníky i pro věřitele podniku. Je oceňován celkový kapitál podniku a tato hodnota představuje hodnotu podniku brutto. Hodnotu netto získáme z následného odečtení hodnoty cizího kapitálu k okamžiku ocenění. Hodnotu netto nazýváme též hodnotou vlastního kapitálu.
- ***Metoda „equity“*** – východiskem jsou peněžní toky, které jsou k dispozici pouze vlastníkům podniku a věřitelům nikoliv. Hodnotu vlastního kapitálu získáme diskontováním těchto peněžních toků.
- ***Dividendový diskontní model „DDM“*** – za peněžní toky jsou považovány dividendy, které tvoří příjmy pouze vlastníkům podniku.
- ***Metoda „APV“*** – stanovení hodnoty podniku spočívá ve využití dvou položek. První položku tvoří součet hodnoty firmy při nulovém zadlužení a druhou položku tvoří současná hodnota daňových úspor z nákladových úroků. Součtem těchto dvou položek a následným odečtením cizího kapitálu získáváme hodnotu celkového kapitálu podniku netto.

Za základní výnosovou metodu je odborníky považována metoda DCF entity [11].

Vymezení peněžních toků

Základním znakem, který je charakteristický pro metodu DCF a pro svou mnohostrannost i velmi používaným, je diskontování peněžních toků, jimiž se ocení investovaný kapitál. Do kategorie „investovaný kapitál“ se řadí pouze kapitál, který nese náklady, tj. vlastní kapitál a kapitál úročený. Modely DCF umožňuje pracovat s rozdílnými peněžními toky a specifikace těchto peněžních toků se odvíjí od příjemce těchto toků: [10]

- volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele – FCFF – free cash flow to the firm entity – vyjadřuje peněžní tok do podniku jako celku a je shodně považován většinou autorů za základní způsob,
- volný peněžní tok pro vlastníky – FCFE – free cash flow to the equity, vyjadřuje peněžní tok, který zůstává ve společnosti poté, co jí bylo zajištěno další fungování firmy a uspokojení nároků věřitelů,
- peněžní tok pro akcionáře – dividenda – DDM – dividend discount model neboli dividendový diskontní model,
- peněžní tok – EVA (economic value addend), který převyšuje oportunitní náklad akcionáře a tím zabezpečuje růst jeho bohatství. Ekonomická přidaná hodnota je tvořena rozdílem mezi provozním ziskem po zdanění (NOPAT) a hodnotou odvozenou od „normy“ stanovené jako součin vážených nákladů kapitálu – oportunitní náklady (WACC) a velikosti investovaného kapitálu C (vlastní a úročený cizí kapitál) [6, s. 160].

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} \cdot C, \quad (2.23)$$

Vzorec 2.23 Peněžní tok EVA [6]

kde: NOPAT = zkratka pro net operating profit after tax – provozní zisk po zdanění
WACC = vážené kapitálové náklady
C = investovaný kapitál.

Pro peněžní tok EVA platí:

EVA > 0 (podnik je schopen vyprodukovat hodnotu pro akcionáře),

EVA = 0 (v podniku nedochází ke zhodnocení investice),

EVA < 0 (v podniku dochází k znehodnocení bohatství pro akcionáře [6].

Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity znázorňuje následující tabulka 2. 2:

Tabulka 2.2 Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity

	Korigovaný provozní hospodářský výsledek před daněmi (KPVD)
-	Upravená daň z příjmů (KPVD) · daňová sazba)
=	Korigovaný provozní hospodářský výsledek po daních (KPV)
+	Odpisy
+	Ostatní náklady započtené v provozním HV, které nejsou výdaji v daném období
=	Předběžný peněžní tok z provozu
-	Investice do upraveného kapitálu (provozně nutného)
-	Investice do pořízení dlouhodobého majetku (provozně nutného)
=	Volný peněžní tok (FCFF)

Zdroj: vlastní, inspirováno [10 s. 170]

Základní tvary modelů DCF-entity

Tento základní model vyjadřuje odhad budoucích volných peněžních tok pro vlastníky i pro věřitele. Výpočet hodnoty (V) je následující: [6, s. 149]

$$V = \frac{FCFF}{WACC} \quad , \quad (2.24)$$

Vzorec 2.24 Volný peněžní tok [6]

Častěji je používán vzorec následující, který vyjadřuje dvoufázovou metodu DCF-entity:

$$V = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{CV}{(1+WACC)^T} \quad , \quad (2.25)$$

Vzorec 2.25 Volný peněžní [6]

kde: T = délka první fáze v letech,
 CV = pokračující hodnota,
 $WACC$ = vážené kapitálové náklady.

Pro výpočet pokračující hodnoty podniku je také používán vzorec:

$$CV = \frac{FCFF_{T+1}}{WACC - g} \quad (2.26)$$

Vzorec 2.26 Pokračující hodnota podniku [6]

kde: $FCFF_{T+1}$ = volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele v roce následujícím po 1. fázi
 g = míra růstu FCFF během 2. fáze.

Výpočet výsledné hodnoty podniku

Pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu musíme nakonec odečíst hodnotu všech dluhů podniku ke dni ocenění, protože jsme výše uvedenými metodami zjistili provozní hodnotu podniku brutto. Postup pro výpočet výsledné tržní hodnoty vlastního kapitálu je znázorněn v následující tabulce 2.3:

Tabulka 2.3 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu

	Hodnota brutto („provozní“)
-	Hodnota úročeného cizího kapitálu (ke dni ocenění)
=	Hodnota vlastního kapitálu („provozní“)
+	Hodnota aktiv, která nejsou provozně nutná (ke dni ocenění)
=	Výsledná hodnota vlastního kapitálu podniku

Zdroj: vlastní, inspirováno [10 s. 201]

Metoda ekonomické přidané hodnoty (EVA)

Při stanovení hodnoty podniku metodou ekonomické přidané hodnoty (EVA) postupujeme obdobně, jako při modelu DCF-entity, kdy opět volíme dvoufázovou metodu. Ve druhé fázi se připočítává hodnota, jako věčná renta ze stabilní EVA, do nekonečna [11, s. 259]. EBIT vypočítaný pro metodu DCF-entity upravíme o daň z příjmů a získáme ukazatele NOPAT. Rozhodujícím ukazatelem při tomto postupu je ukazatel MVA (tržní přidaná hodnota, neboli provozní goodwill), který odráží perspektivní očekávání společnosti. Hodnotu MVA vypočítáme ze vztahu EVA/WACC. Čistá operační aktiva (NOA) se pro účely ocenění metodou EVA odvodí jako součet vlastního kapitálu a úročeného cizího kapitálu, kdy od tržní hodnoty operačních aktiv odečteme hodnotu úročených závazků a přičteme hodnotu neoperačních aktiv.

Postup při výpočtu hodnoty podniku metodou EVA je dle vzorce (2.27):

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left(\frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.27)$$

Vzorec 2.27 Hodnota podniku metodou EVA [11]

- kde:
- H - hodnota vlastního kapitálu (hodnota netto),
 - EVA_t - EVA v roce t ,
 - NOA_0 - čistá operační aktiva k datu ocenění,
 - NOA_{t-1} - čistá operační aktiva ke konci předchozího roku,
 - $NOPAT_t$ - operační výsledek hospodaření po dani v roce t ,
 - T - počet let explicitně plánovaných EVA,
 - WACC - průměrné vážené náklady kapitálu,
 - D_0 - hodnota úročených dluhů k datu ocenění,
 - A_0 - ostatní, tj. neoperační aktiva k datu ocenění [11].

Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Metoda je založena na principu současné hodnoty budoucích zisků, kde zisky jsou odhadovány z historických dat. Zisky jsou diskontovány náklady vlastního kapitálu (kalkulovanou úrokovou mírou) a aplikací této metody vyčíslíme přímo hodnotu vlastního kapitálu podniku.

Výpočet hodnoty vlastního kapitálu (V_{VK}) je následující (2.28):

$$V_{VK} = \frac{TČZ}{i} \quad (2.28)$$

Vzorec 2.28 Hodnota vlastního kapitálu [17]

- kde:
- TČZ = trvalý čistý zisk,
 - i = náklady vlastního kapitálu (kalkulovaná úroková míra) [17].

Trvalý čistý zisk (TČZ) je vypočítán pomocí tzv. paušální metody, která spočívá v predikci budoucích trvalých čistých zisků.

Výpočet hodnoty trvalého čistého zisku provedeme podle vzorce (2.29):

$$TČZ = \sum_{t=1}^T v_t \cdot \check{C}Z_t, \quad (2.29)$$

Vzorec 2.29 Hodnota trvalého čistého zisku [17]

- kde:
- $\check{C}Z_t$ = čistý zisk podniku v minulých letech,
 - v_t = váhy přiřazené jednotlivým rokům,
 - T = celkový počet let minulých [17].

Náklady vlastního kapitálu (kalkulovaná úroková míra) se stanoví pomocí tzv. stavebnicové metody.

Výpočet nákladů vlastního kapitálu (i) je následující (2.30):

$$i = i_f + r \quad (2.30)$$

Vzorec 2.30 Náklady vlastního kapitálu [17]

kde: i_f = bezriziková míra (míra bezpečné výnosnosti

R = přírážka za riziko (její výši lze odvodit z výnosu do doby splatnosti dlouhodobých státních dluhopisů a tato výše se obvykle pohybuje v rozmezí 6 – 30% [17].

2.10.4 Kombinované metody

Tyto metody představují kombinovaný přístup k ocenění podniku spočívající v kombinaci majetkové metody s metodou výnosovou. Tato kombinace metod bývá někdy označována jako metoda korigovaná výnosová [10].

Metoda Schmalenbachova (metoda střední hodnoty)

Tato metoda je založena na principu průměru vypočtené výnosové a substanční metody. Jde o velmi používanou metodu především v německé praxi, a protože je založená na principu zkušeností a praxe, je často označována jako „metoda obchodníků a praktiků“. Tato metoda střední hodnoty je vyjádřením hodnoty podniku, kdy substanční hodnota je založena na reprodukčních cenách a výnosová metoda na principu kapitalizovaných čistých zisků. Autor této metody se opírá tezi, že hodnota podniku je vytvářena vloženými statky do podniku a současně i budoucím výnosem a obě tyto složky považoval za rovnocenné [6].

$$HP = \frac{V + S}{2} \quad , \quad (2.31)$$

Vzorec 2.31 Hodnota podniku [6]

kde: V = výnosová hodnota,

S = substanční metoda.

Protože substanční hodnota může mít v různých odvětvích různý význam, je vhodnější diferencovat váhy pro různá odvětví tak, aby vypočtená hodnota podniku vykazovala věrněji svou hodnotu. Tuto diferenciaci váhy pro různá odvětví poskytuje výraz:

$$HP = \frac{x_1 V + x_2 S}{x_1 + x_2}, \quad (2.32)$$

Vzorec 2.32 Hodnota podniku [6]

kde: x_1 a x_2 = zvolené váhy pro obě veličiny [10, s. 278]

Užití této metody je možné všude tam, kde platí podmínky aplikace, tj. závislost majetkové a výnosové metody, tedy ve strojírenství či zpracovatelském průmyslu. Metoda však není vhodná pro leasing, poradenství, apod. [6].

Metoda nadzisku, superzisku

Jde o další metody aplikované v německy mluvících zemích, které jsou analogií metody střední hodnoty s tím, že se oceňovatel věnuje tzv. superzisku nebo nadzisku. Východisko této metody spočívá v tom, že podnik musí produkovat vyšší zisk, než je zisk na úrovni alternativního bezrizikového výnosu a hodnota podniku při trvale dosahovaném nadzisku (superzisku) je vyjádřením (2.33)

$$HP = \frac{Z - i_k \cdot S}{i_{k2}}, \quad (2.33)$$

Vzorec 2.33 Hodnota podniku [6]

kde: Z = trvale udržitelný zisk,
 i_k = kalkulovaný bezrizikový výnos,
 i_{k2} = výnosová míra,
 S = hodnota substance.

V situacích, kdy odhadce zjistí, že produkce nekonečně dlouhodobého nadzisku je nereálná, přistupuje k následující modifikaci výše uvedeného vzorce (2.34):

$$H = S + \sum (Z_t - i_k \cdot S) \cdot (1 + i_{k2})^{-t} \quad (2.34)$$

Vzorec 2.34 Hodnota podniku [6]

2.10.5 Metody založené na analýze trhu

Podstata těchto metod spočívá v představě podniku jako běžného statku, který je obchodovatelný na trhu. Jde o metody, které jsou nejbližší běžnému způsobu prodeje běžného

občana, kdy ve svém zájmu něco prodat se nejdříve informuje o ceně, o jaké může rozumně uvažovat. Informaci o této ceně mu poskytne trh a tedy i hladiny cen podniků lze nalézt na trhu se srovnatelnými podniky. Výhody těchto metod spočívají v jejich jednoduchosti, srovnatelnosti a nezávislosti na očekávaných výnosech a nevýhody vyplývají z nedostatku množství srovnatelných společností a z nedostatečného přístupu k relevantním informacím o jednotlivých společnostech.

Tržní metody lze členit podle přístupu srovnatelnosti:

- metody spočívající v přímém ocenění z dat kapitálového trhu (podnik oceníme na základě tržní ceny akcie srovnatelného podniku),
- metody spočívající v ocenění na základě tržního porovnání (podnik oceníme metodou srovnatelných podniků, srovnatelných transakcí nebo metodou odvětvových multiplikátorů. Tato metoda má své využití u takových podniků, jejichž akcie nejsou běžně obchodovatelné na kapitálovém trhu.)

2. 11 Shrnutí teoretické části

Podnik ve své snaze progresivního růstu a udržení si konkurenceschopnosti musí vykazovat, ale i naplňovat znaky neustále se přizpůsobujícího podnikajícího subjektu. Podnik je tedy jedinečnou a specifickou organizační jednotkou a díky své jedinečnosti je obtížné určit jednotný postup pro stanovení hodnoty podniku. Proto je důležité přistupovat k sestavení hodnoty podniku s velkou pečlivostí a s velkým rozsahem kvalitních informací. Faktory, které se v tržním hospodářství vyskytují, procházejí ustavičnými procesy změn a měnících se vazeb a z těchto důvodů i hodnota podniku by měla zachytit co nejvěrněji minulost, přítomnost i budoucnost. Nejdůležitějším prvkem stanovení hodnoty se pak stává důvod tohoto ocenění.

Výše popsané metody a okolnosti, jak přistupovat ke stanovení hodnoty podniku, jsou do značné míry odlišné a proto se ani při této činnosti neobejdeme bez přístupu řešení problematiky ocenění podniku s kompromisy. Jak lze nalézt ty nejvhodnější kompromisy nám poskytuje bohatý aparát teorie oceňování podniků.

Tato práce pojednává o stanovení hodnoty podniku společnosti s ručením omezeným za účelem jejího budoucího prodeje v časovém horizontu následujících dvou let. Proto je práce věnována převážně metodám vystihujícím hodnotu podniku za účelem jeho prodeje. Pokud podnik má předpoklady efektivního pokračování do budoucna, oceníme podnik pomocí

výnosových metod, pokud podnik tuto perspektivu nemá, oceníme podnik majetkovými metodami s použitím likvidační hodnoty. Snahou experta je stanovit výslednou cenu co nejvěrohodněji a proto je účelné využívat více metod nebo jejich kombinaci. Posléze na základě analýz a syntéz výsledků ocenění lze stanovit výrok o hodnotě podniku k datu ocenění.

3. Popis a charakteristika podniku AXA s.r.o.

Společnost AXA se řadí svou charakteristikou velikosti podniku ke středním podnikům. Předmět podnikání podniku spočívá ve zpracovatelském průmyslu v sekci C. Dle NACE-CZ je předmět specifikován pod oddílem 28 Výroba strojů a zařízení jinde neuvedených. Aktivita podniku je zaměřena především na výrobu obráběcích strojů, jejich opravy a repasování těchto obráběcích strojů. V posledních pěti letech musel management podniku čelit nově vzniklé hrozbě ze strany substitutů pocházejících z Číny. Reakcí na tuto hrozbu bylo rozšíření svých podnikatelských aktivit o nákup a prodej těchto číslicově řízených obráběcích strojů. Přesto management podniku spoléhá na svůj nejsilnější nástroj své úspěšnosti, kterou je poctivá práce jeho dlouholetá zkušenost odborných pracovníků. Toto silné zázemí je pro podnik nepostradatelnou a neodmyslitelnou samozřejmostí, protože podnik si je dobře vědom, že jeho síla úspěchu spočívá opravdu ve více než dvacetileté zkušenosti v oboru strojírenství, konkrétně ve výrobě obráběcích strojů. Toto „černé“ řemeslo podniku stále zaručuje značnou jistotu a také fakt, že významnost strojírenských podniků stále přetrvává ve všech částech republiky. Rozmístění těchto strojírenských podniků je charakterizováno jako jedno z nejrovnoměrnějších.

3.1 Historie a současnost podniku

Podnik AXA s. r. o je drobným strojírenským závodem, jehož počátek spočívá v založení společnosti s ručením omezeným čtyřmi společníky v roce 1993. Podnik tak navázal na svou více než stoletou historii a tradici výroby obráběcích strojů, která vznikla za iniciativy velkovýrobce Františka Wawerky na konci 19. století. Pan Wawerka založil své průmyslové velko závody na výrobu přesných obráběcích strojů. Během let 1945 až 1989 se Wawerkovy velko závody stávají součástí mohutného státního podniku TOS, který měl své závody rozšířen po celé republice. Podnikatelské aktivity podniku AXA s.r.o. se opíraly při svém založení a opírají se až do současnosti o své tradice a zkušenosti pocházející z původního mateřského závodu. V novém podnikatelském prostředí, které nastalo po roku 1989, se podniku tato zkušenost velmi vyplatila a podnik začal postupně nalézat a především upevňovat své postavení

na strojírenském trhu. Podnik při své sázce na odbornou způsobilost a vstřícnou flexibilitu svého vedení i svých zaměstnanců získal v nelítostném konkurenčním boji na trhu své postavení. Tato úspěšnost je založena mimo jiné i na skutečnosti, že strojírenské obory měly, mají a do budoucnosti stále budou zaujímat dost významný podíl na tvorbě HDP České republiky, který bude plně srovnatelný s Evropskou unií [26].

Podnik proto velmi rychle pochopil svůj úkol a zajistil si dostatek finančních prostředků, s jejichž pomocí a v souladu s novými metodami efektivní organizace práce si vytvořil bezpečné zázemí své nákladové konkurenceschopnosti.

3.2 Produkty a služby podniku

Podnikatelské aktivity podniku spočívají ve výrobě jednoúčelových strojů, v realizaci generálních oprav hotových soustruhů, frézek, brusek na plocho a hrotových brusek. Realizace generálních oprav je navíc na přání zákazníka rozšířena o modernizaci použitých kovoobráběcích strojů, která spočívá:

- ve výměně starých elektrických motorů za pohony řízené frekvenčními měniči,
- v montáži digitálního doměřování plochy,
- v celkové přestavbě obráběcího stroje na plnohodnotný souvislý CNC řízený stroj.

Od roku 2011 podnik provádí kompletní přestavby a modernizace řídicích CNC strojů. Přestavba konvenčního stroje na číslicově řízený stroj představuje komplexní systém generální opravy včetně instalace pohonů a řídicích systémů. Tato přestavba je vhodná zejména tam, kde jsou těžké, velké nebo speciální obráběcí stroje.

Skladba zakázek a typy sortimentů nabízených produktů a služeb podniku je uvedeno v příloze 6. Sortiment produktů a služeb podniku.

3.3 Organizační struktura podniku

Organizační struktura a celý výrobní systém je shodný s obecným systémem výrobních podniků. Jako každý systém je tvořen prvky dělitelnými i nedělitelnými, které vychází

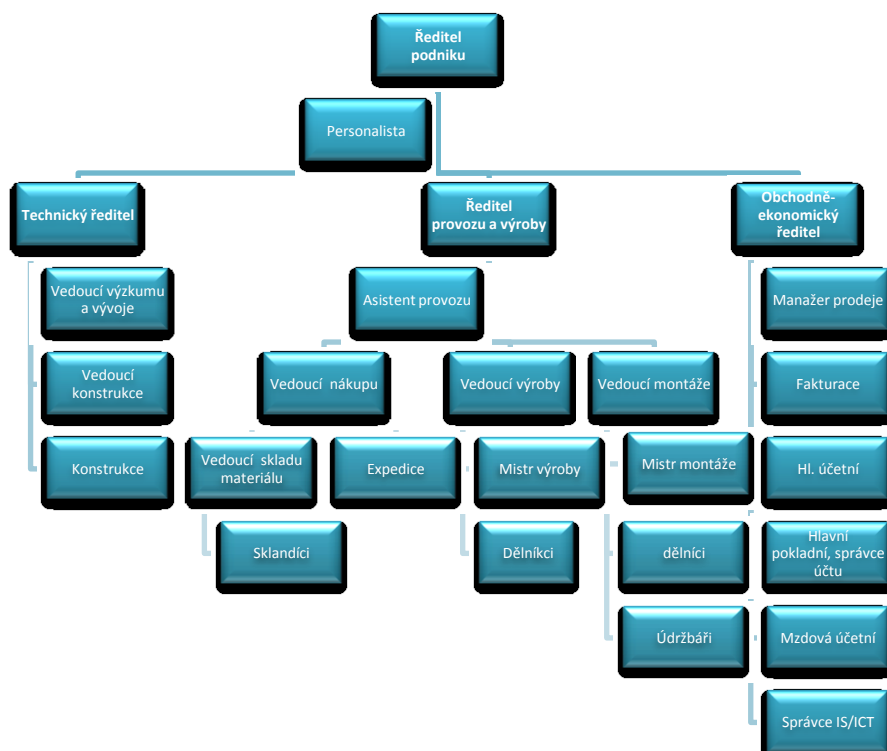
z útvarové neměnné struktury. Dynamika v této struktuře je určena jednotlivými podnikovými procesy - tj. chováním jednotlivých systémových částí.

V podnikové struktuře jsou vytvořeny tři základní subsystémy: řídicí, výkonný a podpůrný.

Společnost je řízena svými čtyřmi jednatelem, z nichž jeden zastává funkci ředitele firmy, a tři zastávají vedoucí funkci jednotlivých oblastí řízení podniku. Aktivita podniku jsou členěny do kategorií technické, výrobní a obchodně-ekonomické. Organizační struktura má charakter liniový, který je nejtypičtější strukturou pro malé a střední podniky do 100 zaměstnanců.

Organizační jednotky mají přímé rozhodovací pravomoci, při nichž jsou přesně vymezené vazby mezi nadřízenými a podřízenými. Je zde uplatněn demokratický způsob vedení a top vedení je svými podřízenými uznáváno. Tento způsob vedení je navíc znásoben přímou zainteresovaností každého jednotlivce na prosperitě podniku. I když tento styl v teorii přináší střední produktivitu práce, v této společnosti je snaha pracovat na maximum vždy na prvním místě.

Obrázek 3.1 Organizační struktura podniku



Zdroj: vlastní zpracování

4. Strategická analýza

Svou obchodní politiku společnost nepostavila na budování image prvotřídního a největšího dodavatele špičkových strojů prostřednictvím marketingových nástrojů. Firma vsadila na kvalitní stroje a poctivou práci svých zkušených pracovníků.

V posledních pěti letech se firma prosadila u významného strojírenského oboru v ČR, kterým je výroba kolejových vozidel, jejich opravy a modernizace. I když mezi nejdůležitější výrobce v této oblasti patří ČKD Vagonka, DPO Inekon, Škoda Plzeň a Siemens Kolejová vozidla, přesto aktivity vyvíjené v tomto oboru jsou vzhledem k velikosti podniku významné.

Společnost AXA s.r.o. se svou identitou podniku řadí mezi malé a střední podniky zaměstnávající v průměru 60 až 100 zaměstnanců.

4.1 Externí analýza

Podnikatelské aktivity jednotlivých ekonomických subjektů se odvíjí z atmosféry neustále vzrůstajících složitostí a dynamičností podnikatelského prostředí a spolu s tvrdým tlakem neúprosné konkurence jsou tyto podnikatelské aktivity dennodenně zkoušeny ve své odolnosti, flexibilitě a úspěšnosti. Proto je velmi důležité při stanovení hodnoty podniku pohlížet na tuto hodnotu ze všech perspektiv, z těch vnějších i z těch vnitřních. Posouzení vnějších perspektiv nám poskytuje externí analýza, jejímž cílem je na základě analýz současného stavu posoudit a vyhodnotit možnosti jejího budoucího postavení.

4.1.1 PEST analýza – analýza makroprostředí

PEST analýza je vhodným prostředkem pro průzkum vývoje vlivů makroekonomického prostředí, ve kterém ekonomický subjekt podniká. Nejvýznamnějšími ukazateli této analýzy jsou vedle politických faktorů především faktory ekonomické, jež jsou prezentovány základními makroekonomickými ukazateli v podobě hrubého domácího produktu (HDP),

inlace a stupněm nezaměstnanosti. Dále tato analýza podchycuje a vyhodnocuje vliv sociologických a technologických faktorů na podnikatelskou výkonnost daného subjektu.

Strukturu HDP lze vyjádřit třemi metodami: metodou produkční, výdajovou a důchodovou. Níže uvedená tabulka 4.1 obsahuje údaje o průběhu HDP:

Tabulka 4.1 Vývoj a struktura HDP v letech 2009-2013 produkční metodou v mld Kč

Název / rok	2009	2010	2011	2012	2013
	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>
Produkce	8 849	9 258	9 683	9 627	9 618
Mezispotřeba	5 296	5 675	6 046	5 982	5 953
Hrubá přidaná hodnota	3 553	3 583	3 637	3 644	3 665
Daně z produktů	415	428	464	485	512
Dotace na produkty (-)	-45	-57	-78	-82	-90
Hrubý domácí produkt	3 922	3 954	4 022	4 048	4 086

Zdroj: vlastní zpracování, data čerpána dle [19]

Nárůst hrubého domácího produktu ve sledovaných letech je způsoben nárůstem hrubé přidané hodnoty, přičemž tento nárůst je důsledkem nárůstu produkce (769 mld Kč) nad nárůstem mezispotřeby (657 mld Kč). Nárůst daní z produktů a nárůst dotací na produkty již tak výrazný vliv na růst HDP nemá. Chceme-li věrněji posoudit vývoj makroekonomiky, je vhodnější využít místo absolutních ukazatelů HDP ukazatele meziročního růstu a ukazatele predikce. Tento vývoj je vyjádřen v následující tabulce 4.2. Níže uvedená data jsou čerpána z Makroekonomické predikce Ministerstva financí České republiky v roce 2014 (viz. Příloha 3. Hlavní makroekonomické ukazatele[23]).

Tabulka 4.2 Makroekonomická predikce ČR (HDP výrobní metodou – běžné ceny v mld Kč)

Název/rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p) ³	2016(p)
	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>	<i>mld Kč</i>
HDP v mld Kč, b.c. ⁴	3 922	3 954	4 022	4 048	4 086	4266	4467	4373
nárůst HDP v %	6,3	2,3	2,0	-0,8	-0,7	2,4	2,7	2,5

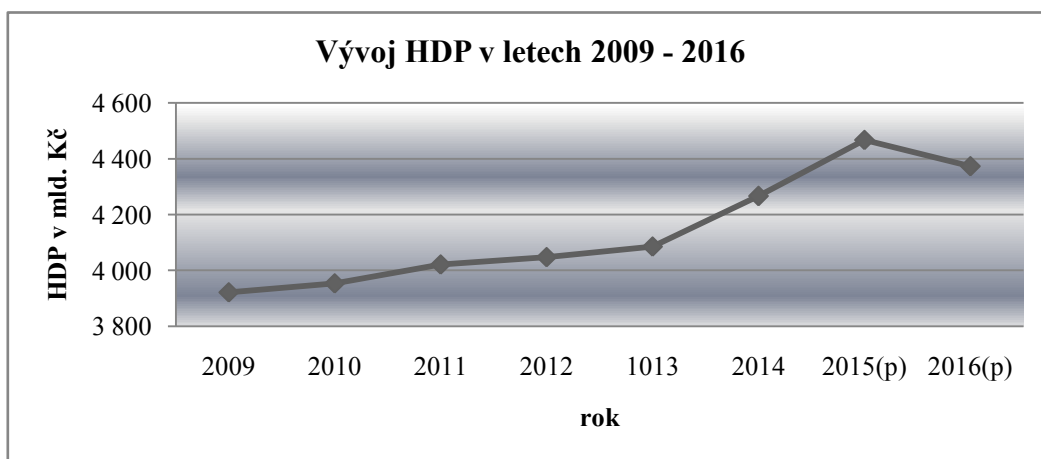
Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [23]

³ (p) = predikce

⁴ b. c. = běžné ceny

Podle expertů ministerstva financí česká ekonomika očekává obrat k lepšímu a pozvolné ožívování ekonomické aktivity bude postupně pokračovat i v následujících letech. V roce 2014 se reálný HDP mezičtvrtletně zvýšil o 0,4% a za celý loňský rok 2014 HDP vzrostl o 2,4 %. Pro letošní rok 2015 počítají odborníci s růstem ekonomiky o 2,7% a v roce 2016 by se růst reálného HDP mohl nepatrně zpomalit na 2,5%. Hlavními tažnými aktéry růstu HDP budou tvorba hrubého fixního kapitálu a výdaje domácností na spotřebu. Tento předpoklad se opírá o zlepšování situace na trhu práce a o vyšší spotřebitelský sentiment. Růst tvorby hrubého fixního kapitálu je předpokládán v souvislosti s čerpáním prostředků fondů EU a vyšším růstem domácí poptávky [23]. Tato situace je znázorněna v grafu 4.1.

Graf 4.1 Vývoj HDP v letech 2009 – 2016



Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [23, s. 17]

Průměrná míra inflace je druhým významným ukazatelem, kterým se hodnotí ekonomická situace v zemi. Průběh a predikce tohoto makroekonomického ukazatele je znázorněn v níže uvedené tabulce 4.3. Hodnoty pro rok 2015 a 2016 jsou predikcí průměrné míry inflace.

Tabulka 4.3 Vývoj průměrné míry inflace v letech 2010 – 2016

Název / rok	2010	2011	2012	2013	2014	2015(p)	2016(p)
Průměrná míra inflace (%)	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	1,5	1,4

Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [23, s. 17]

Hodnota průměrné míry inflace dosáhla v roce 2014 na úroveň 0,4% a nadále pro rok 2015 je počítáno s jejím mírným růstem na hodnotu 1,5%. Spotřebitelské ceny by v letošním roce

měly růst velmi pomalu a to zejména z důvodu výrazného propadu ceny ropy. Pro rok 2016 je následně predikována hodnota 1,4% průměrné míry inflace, poněvadž odborníci předpokládají, že faktory ovlivňující inflaci by měly působit neutrálně nebo dokonce proinflačně. Podle predikce expertů by se měla průměrná hodnota míry inflace stále pohybovat pod 2% inflačním cílem ČNB.

4.1.2 Porter analýza – analýza makroprostředí

Na základě Porterovy analýzy oborového (konkurenčního) prostředí vyhodnotíme podnik ve vztahu s prostředím, ve kterém se podnik nachází. Dle autora je tento vztah ovlivněn pěti silovými ukazateli, kterými jsou odběratelé, dodavatelé, substituty, nově vstupující firmy a rivalita mezi stávajícími subjekty.

Cílem Porterovy analýzy těchto pěti konkurenčních sil by mělo být vyhodnocení schopnosti podniku udržet si stávající postavení na trhu a na základě toho pak zajistit určitý pevný pilíř pro oceňovatele hodnoty tohoto podniku. Protože společnost, která má pevné postavení na trhu, si je vědoma své skutečné hodnoty.

Vzhledem ke značné náročnosti na počáteční kapitál při založení strojírenského drobného podniku ***není předpoklad hrozby nově vstupujících firem***. Pro toto tvrzení najdeme oporu v ročníku Panorama českého průmyslu 2013, které vydává ministerstvo průmyslu a obchodu. Dle tohoto zdroje zaznamenal oddíl CZ-NACE 28 nejvyšší úbytek v počtu podniků v roce 2012 (-330) a v následujícím roce 2013 (-616). V rámci daného odvětví mohou být největší překážkou právě tyto počáteční náklady, které spočívají ve špičkových a spolehlivých zařízeních a v kvalifikovaných pracovnících [29].

Tlak ze strany substitutů již určitou hrozbu pro strojírenský podnik AXA s.r.o. představuje. Tyto substituty určují cenové stropy, přičemž čím atraktivnější je výše ceny substitutu, tím pevněji jsou limitovány potenciální výnosy v odvětví. Pokud je substitut díky své ceně lákavější, mohou určití potenciální kupující odvrátit svou přízeň od původního produktu. Za možný substitut lze dle výzkumu MERSINIS, spol. s r.o. (centrum pro hospodářskou spolupráci s Čínou) považovat CNC stroje vyráběné v Číně.

Za hlavní přednosti těchto CNC strojů lze považovat především:

- cenu (až o 30 – 60% nižší, než při dodávkách strojů z Evropy),

- vysokou flexibilitu čínských výrobců (výrobní stroje dle potřeb a požadavků zákazníka),
- odpovídající reference strojů (v Evropě a USA) [28].

Čínu lze obecně považovat za možného dodavatele substitutů v mnoha oblastech. O tom svědčí i následující tabulka 4.4, ze které tato hrozba evidentně vyplývá:

Tabulka 4.4 Vývoj vzájemného obchodu mezi ČR a ČLR v letech 2008– 2012

Rok	Vývoz z ČR do ČLR		Dovoz z ČLR do ČR		Obrat		Saldo	
	mil. USD	%	mil. USD	%	mil. USD	%	mil. USD	%
2012	1 674	4,3	15 617	-17,4	17 291	-15,9	-13 942	-19,1
2011	1 667	33,3	18 901	20,5	20 569	18,5	-17 233	20,6
2010	1 216	43,9	15 554	46,8	16 770	46,6	-14 339	47,1
2009	844	9,2	10 591	-15,1	11 435	-15,5	-9 748	-16,5
2008	773	11,8	12 471	36,4	13 244	34,7	-11 668	38,0

Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [23, s. 17]

Vliv odběratelů i dodavatelů je v současné době stále číhající hrozbou téměř v každé oblasti národního hospodářství, protože ekonomické dění, jak uvádí ekonom Drucker, je doprovázeno turbulentními změnami a rozšiřující se globalizací.

Intenzita rivalry mezi stávajícími konkurenty je odrazem energie, s níž soupeřící podniky vstupují do konkurenčního boje usilující o získání lepší pozici na trhu či lepší konkurenční strategii. V následující tabulce jsou vyhodnoceny údaje vybraných strojírenských podniků, které by svým zaměřením mohly představovat potenciální hrozbu pro posuzovaný podnik AXA s.r.o. Tato data jsou získaná z portálu Ministerstva financí (obchodní rejstřík). Na základě těchto údajů o růstu obrátu a růstu počtu zaměstnanců lze posoudit potenciální hrozbu konkurenčního ohrožení.

Tabulka 4.5 Obrat a počet zaměstnanců MSP v ČR se zaměřením Strojírenské technologie

Název firmy	Obraty v letech (tis. Kč)		Srovnání mezi podniky (%)		Počet zaměstnanců	Umístění firmy (pořadí)
	2012	2013	2012	2013		2013
Astos Machinery	122 301	74 631	10,6	7,3	100 – 200	4
AXA CNC	42 501	55 262	3,7	5,4	50 – 100	7
EMP	71 683	93 641	6,2	9,2	20 – 50	6
HELTOS	59 920	27 202	5,2	2,7	20 – 25	12
KALIBR GROUP	93 016	10 985	8,1	1,1	100 – 200	5
LAPP KABEL	28 588	72 287	2,5	7,1	20 – 50	13
AXA	77 902	61 310	6,3	4,0	100 – 200	9
STRIJIRNA TYC	38 865	154 506	3,4	15,2	20 – 50	8
Strojírny Podzimek	153 802	97 188	13,4	9,6	50 – 100	2
TECHNIMETAL- CZ	72 820	43 780	6,3	4,3	20 – 50	11
TOS Olomouc	216 334	206 406	18,8	20,3	100 – 200	1
VANAD 2000	82 726	45 737	7,2	4,5	20 – 50	10
ZEBR	95 211	95 211	8,3	9,4	50 – 100	3
Celkem	1 150 021	1 017 035	100,0	100,0		

Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [24]

4.1.3 Analýza mikroprostředí

Mikroprostředí podniku AXA s.r.o. je určováno trhem v oblasti strojírenství, tedy trhem relevantním, potenciálním a dostupným. Analýzou tržního prostředí oceňovatel nalézá odpovědi na konkrétní otázky tolik potřebné k samotnému stanovení hodnoty podniku. Těmito otázky jsou:

- Jak je podnikání v daném oboru přitažlivé?
- Jak je podnikání v daném oboru perspektivní?
- Jaké budou základní prvky budoucí strategie?

Relevantní trh firmy AXA s.r.o. je tvořen jednoúčelovými strojírenskými stroji, obráběcími stroji, CNC řízenými stroji, frézky a brusky. Z důvodu získání dostatečného množství finančních ukazatelů vývoje trhu, je relevantní trh vymezen odvětvím

zpracovatelského průmyslu dle CZ-NACE 28.4 (výroba obráběcích strojů) a CZ-NACE 33.120 (opravy strojů).

Potenciální trh tvoří převážně zákazníci podnikající v oboru strojírenství.

Dostupný trh – v současné době je z větší části tvořen ekonomickými subjekty podnikajícími v oboru strojírenské technologie.

Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu

Pro účely posouzení postavení a vývoje odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu budou použity ukazatele počet podniků, tržby za prodej výrobků a služeb, a ukazatel počet zaměstnaných osob v letech 2007 -2013 (viz. Příloha 5. Hlavní ekonomické ukazatele v rámci CZ-NACE 28.4). Vývoj odvětví je znázorněn v následující tabulce 4.6: a následně i graficky: graf 4.2:

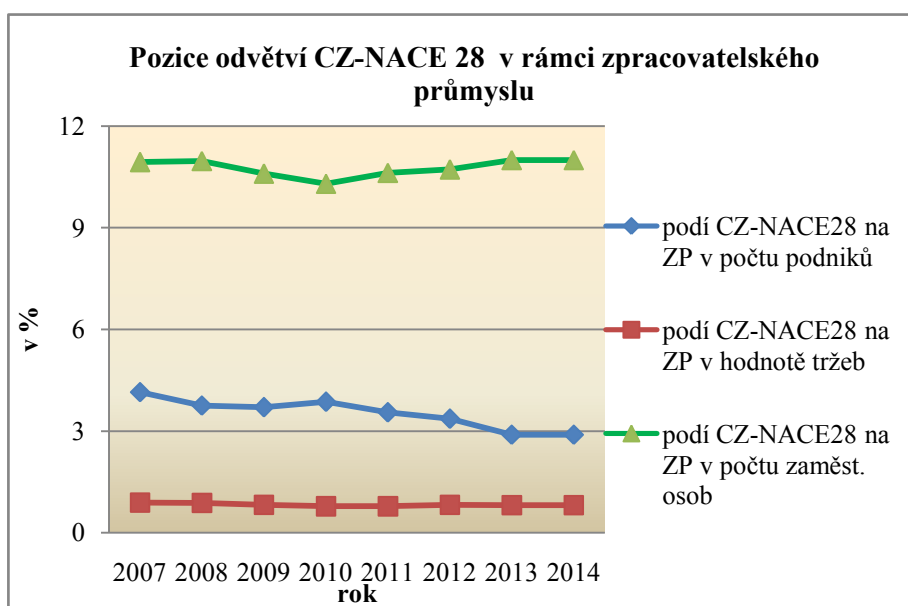
Tabulka 4.6 Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu

podíl počtu podniků v rámci zpracovatelského průmyslu (%)								
CZ-NACE/ZP	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ-NACE 28/ZP	4,15	3,75	3,70	3,86	3,55	3,36	2,89	2,89
celkem podíl na ZP	4,15	3,75	3,70	3,86	3,55	3,36	2,89	2,89
podíl tržeb za prodej výrobků a služeb v rámci zpracovatelského průmyslu (%)								
CZ-NACE/ZP	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ-NACE 28/ZP	0,89	0,88	0,82	0,78	0,78	0,82	0,81	0,81
celkem podíl na ZP	0,89	0,88	0,82	0,78	0,78	0,82	0,81	0,81
podíl počtu zaměstnaných osob v rámci zpracovatelského průmyslu (%)								
CZ-NACE/ZP	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
CZ-NACE 28/ZP	10,94	10,97	10,60	10,30	10,62	10,72	11,00	11,00
celkem podíl na ZP	10,94	10,97	10,60	10,30	10,62	10,72	11,00	11,00

Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [29, s. 13 - 18]

Výše uvedené údaje jsou pro znázorněny graficky v grafu 4.2. Hodnoty počtu podniků, zaměstnanců a velikosti tržeb jsou uvedeny v příloze 5 Hlavní ekonomické ukazatele v rámci CZ-NACE [29].

Graf 4.2 Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu



Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [29, s. 13 - 18]

V letech 2007 – 2012 vykazují data o podílu počtu podniku v odvětví zpracovatelského průmyslu stagnující úroveň a stejný trend se předpokládá i pro nejbližší budoucí období. Nejvyšší úbytek v počtu podniků zaznamenal vedle oddílu CZ-NACE 18 Tisk a rozmnožování i oddíl CZ-NACE 28 Výroba strojů (-330 v roce 2012 a -616 v roce 2013). Ceny produktů vykazují stagnující úroveň, která byla způsobena slabou poptávkou. Vývoj tržeb v odvětví také vykazuje sestupný trend, což není ojedinělým jevem pouze naší ekonomiky. Finanční a hospodářské problémy jsou zaznamenány v celé řadě evropských zemí. Počet zaměstnaných osob vykazuje tento průmyslový oddíl sestupný charakter, ale lze očekávat postupné zlepšování situace. Podle údajů švýcarského institutu IMD (Institute for Management Development) si Česko polepšilo v rámci žebříčku konkurenceschopnosti po čtyřech letech poklesu a zaujalo 33. místo z celkem šedesáti hodnocených zemí [29, s. 27].

Tržby vzrostly za 1. čtvrtletí 2014 o 14% ve všech oddílech. Až po šesti letech naše ekonomika dokázala překonat následky recese a výkon průmyslu by měl dosáhnout na konci posledního čtvrtletí roku 2014 úrovně 3. čtvrtletí roku 2008 (hodnota vytvořeného zboží a služeb byla na nejvyšší úrovni v historii). Malé a střední podniky vykazují dobrou výkonnost a podílejí se významnou měrou na růstu HDP (vznikají ale obavy díky sankcím, které vyhlásila EU vůči Rusku – jejich dopad by ale neměl mít na vývoj letošního roku výraznější vliv) [29, s. 27].

Vzhledem k poměrně stabilnímu podílu sledovaného odvětví na zpracovatelském průmyslu jak z hlediska tržeb, tak i z hlediska počtu podniků i zaměstnaných osob lze považovat pozici daného odvětví za silné, stabilní a perspektivní odvětví.

Pro podrobnější charakteristiku tržní pozice podniku AXA s.r.o. je provedena analýza ekonomických ukazatelů podle užší specifikace klasifikace CZ-NACE 28.4 – výroba kovoobráběcích strojů a ostatních obráběcích strojů.

Ekonomické ukazatele odvětví

Mezi základní ekonomické ukazatele odvětví řadíme především vývoj cen, tržeb, účetní přidané hodnoty a vývoj nákladů. Viz. Příloha 5. Hlavní ekonomické ukazatele v rámci CZ-NACE 28.4.

Pro analýzu výše uvedených ukazatelů odvětví je vypracována následující tabulka 4.7:

Tabulka 4.7 Meziroční vývoj ekonomických ukazatelů odvětví

meziroční vývoj cenového indexu v odvětví v %							
CZ-NACE	2009	2010	2011	2012	2013		
28		-3,15	1,73	0,60	0,10		
28.4		-0,40	-0,40	0,40	2,30		
meziroční vývoj tržeb v odvětví v %							
CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
28		-3,97	-21,45	6,25	9,19	6,41	0,96
28.4		0,31	-30,45	-3,67	18,03	17,45	-3,16
meziroční vývoj účetní přidané hodnoty v %							
CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
28		-2,38	-14,34	5,16	6,08	7,77	2,72
28.4.		-1,93	-28,22	-4,96	18,17	17,66	-0,39
meziroční vývoj produktivity práce z účetní přidané hodnoty v %							
CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
28		-1,74	0,85	11,22	0,71	6,19	2,10
28.4.		1,37	-14,53	9,69	13,10	11,89	1,71
meziroční vývoj osobních nákladů v %							
CZ-NACE	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
28		7,92	-14,71	-1,76	8,89	5,61	1,30
28.4.		4,12	-18,93	-12,10	10,87	11,11	-4,90

Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [29, s. 197 - 206]

Analýzou uvedených údajů v tabulce 4.7 jsou zjištěna tato fakta:

- ceny v odvětví výroby kovoobráběcích a ostatních obráběcích strojů v roce 2010 poklesly z důvodů zvýšeného dovozu obráběcích strojů z ČLR. V letech 2011 až 2013 se cenová hladina ustálila a její kolísání je pro celé odvětví v průměru 0,5%. Příznivý vývoj cen nastává v roce 2013,
- tržby v daném odvětví přes svůj hluboký pokles v roce 2009 zaznamenaly v následujících letech příznivý zlom. Konkrétně sledovaná skupina odvětví v letech 2011 a 2012 vykazuje velmi příznivý vývoj,
- na vývoj tržeb navazuje vývoj ostatních ekonomických ukazatelů (účetní přidané hodnoty, produktivity práce a nákladů), které kopírují vývoj tržeb a od roku 2011 zaznamenávají své postupné oživení. Růst produktivity práce byl navíc pozitivně ovlivněn modernizací výroby a nákupem nových výrobních zařízení, na jehož pořízení byly vyčleněny prostředky na podporu ze strany státu.

Podrobnější analýzou ekonomických ukazatelů konkrétního oboru v odvětví lze opět dospět k závěru, že podnik AXA s.r.o. operuje na stabilním, silném a vyvíjejícím se relevantním trhu, čímž je dán předpoklad prosperity do budoucna.

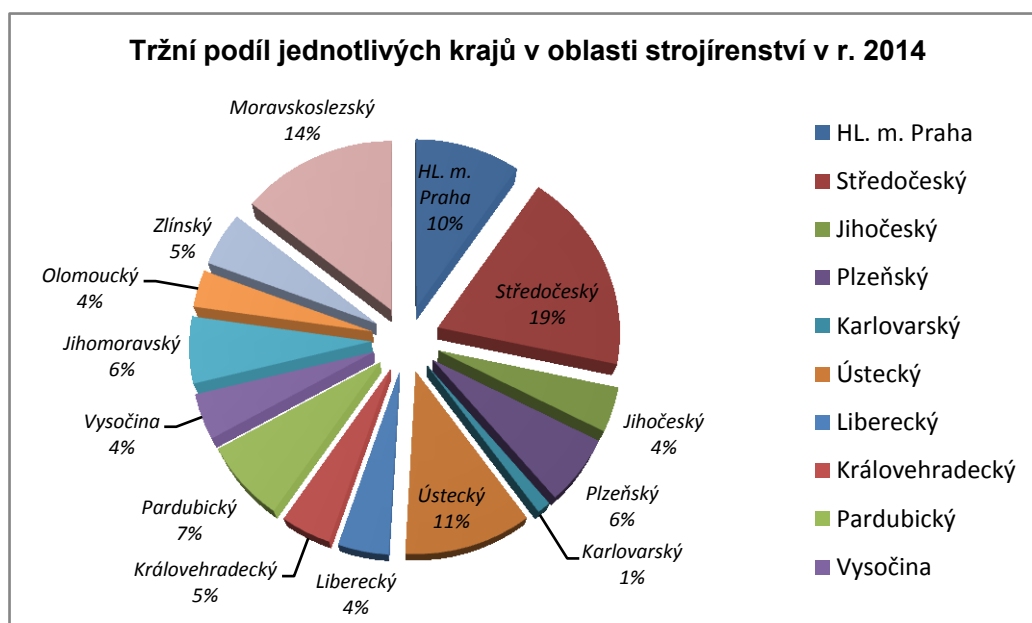
Odhad tržního podílu společnosti

Analýzou velikosti celého strojírenského trhu v rámci ČR v roce 2014 (viz. Příloha 4. Vybrané ukazatele podle krajů) zjistíme podíl Olomouckého kraje a následně podíl podniku AXA s.r.o. v rámci tohoto trhu.

Olomoucký kraj se podílí ve svém absolutním ukazateli 112,13 mil. Kč obratu a v relevantním ukazateli ve výši 4% tržního podílu. Tuto skutečnost znázorňuje graf 4.3.

Podnik AXA s.r.o. se v rámci Olomouckého kraje podílí na strojírenském trhu ve svém absolutním ukazateli ve výši 69,3 tis Kč obratu a v relevantním ukazateli ve výši 0,06 % tržního podílu v rámci kraje. Z provedených analýz vyplývá, že postavení firmy AXA s. r. o. na strojírenském trhu je značně malé, ale přitom stabilní.

Graf 4.3 Tržní podíl krajů ČR v oblasti strojírenství v r. 2014

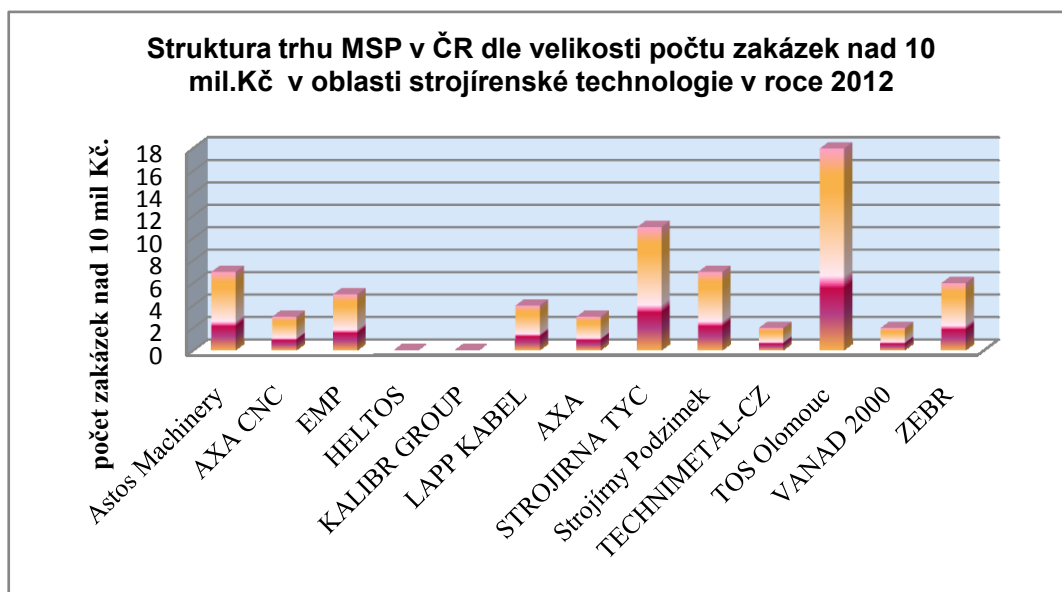


Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [18]

Z veřejně dostupných informací lze získat další podrobnější informace z ještě užšího vymezení relevantního trhu v oblasti strojírenství a to konkrétně z oblasti strojírenské technologie MSP v ČR. V návaznosti na tabulku 4.5 Obrat a počet zaměstnanců vybraných podniků jsou uvedena konkrétní data získaná z veřejně dostupných informací z výročních zpráv zkoumaných podniků, na jejichž základě je vyhotoven následující graf 4. 4 Struktura trhu MSP⁵. Podnik AXA s.r.o. s počtem 3 zakázek zaujímá 9. místo z celkového počtu 13 zkoumaných podniků se zakázkami s výnosem nad 10 mil Kč. I tato hodnota svědčí o efektivním strategickém řízení podniku AXA s.r.o.

⁵ MSP = malé a střední podniky

Graf 4.4 Struktura trhu MSP v ČR dle počtu zakázek nad 10 mil Kč v oblasti Strojírenské technologie v roce 2012



Zdroj: vlastní zpracování, pramen dle [24]

4.2 Interní analýza

Prostředky interní analýzy nám poskytnou informace o sledované společnosti AXA s.r.o. z jejího bezprostředního okolí jak po stránce oboru činnosti, tak po stránce vnitřního prostředí podniku.

4.2.1 Finanční analýza

Na základě finanční analýzy získáme informaci o finanční situaci podniku, jeho finančním zdraví a o jeho silných a slabých stránkách. Finanční analýza bude vypracována v této práci pro účely ocenění podniku AXA s.r.o. Vstupní data jsou získána z výročních zpráv společnosti, která jsou veřejně dostupná.

Horizontální a vertikální analýza absolutních ukazatelů

Tyto analýzy nám poskytnou informace o stavu a vývoji jednotlivých položek v čase (horizontální analýza) a jejich strukturu složení (vertikální analýzy), s jejichž pomocí můžeme sledovat a posuzovat určitý trend vývoje.

Horizontální analýza rozvahy zobrazuje trend ve svých statických veličinách, jejichž vývoj sledujeme v letech 2009 až 2013. V následující tabulce 4. 8 jsou vybrány významné položky rozvahy společnosti AXA s.r.o.

Tabulka 4.8 Horizontální analýza rozvahy (v tis. Kč)

Položka Rozvahy	2009	2010		2011		2012		2013	
	tis.Kč	meziro- čně	tis.Kč	meziro- čně	tis.Kč	meziro- čně	tis.Kč	meziro- čně	tis.Kč
Aktiva celkem	51 532	-4,2 %	49 359	-13,98	42 457	42,54	60 517	-22,15	47 112
Stálá aktiva	20 833	-20,6 %	16 534	-4,06	15 862	-2,97	15 391	-6,95	14 322
Oběžná aktiva	30 045	7,7 %	32 360	-18,88	26 252	71,11	44 921	-27,27	32 672
Ostatní aktiva	654	-28,9 %	465	-26,24	343	-40,23	205	-42,44	118
Pasiva celkem	51 532	-4,2 %	49 359	-13,98	42 457	42,54	60 517	-22,15	47 112
Vlastní kapitál	17 800	3,4 %	18 407	3,88	19 122	1,50	19 408	5,65	20 505
Cizí zdroje	33 656	-8 %	30 952	-24,61	23 335	76,17	41 109	-35,28	26 607
Ostatní pasiva	76	-100 %	0	0,00	0		0	0,00	0

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty celkových aktiv vykazují nejednoznačný trend. V letech 2009 – 2011 došlo k náhlému poklesu poptávky po obráběcích strojích a z tohoto důvodu klesal i dlouhodobý majetek, protože se odpisy těchto aktiv nekompensovaly novými investicemi. Největší úbytek dlouhodobých aktiv je zaznamenán v roce 2011 (-1 400 tis. Kč). V roce 2012 došlo sice k náhlému přírůstku aktiv, ale tento trend se projevil díky nežádoucí změně, tj. změně stavu zásob hotových výrobků o necelých 200%. Jde o velmi negativní jev, protože společnost zde „zmrazila“ své náklady ušlých příležitostí. Rok 2013 opět následuje negativní trend projevující se snížením stálých aktiv, který je sice částečně kompenzován jevem žádoucím, tj. odprodejem zásob, ale v konečném výsledku aktiva společnosti opět klesají.

Vertikální analýza rozvahy nám částečně odpoví na výše popsané jevy vyplývající z horizontální rozvahy společnosti AXA s.r.o. a tyto jevy signalizuje tabulka 4.9, úplná vertikální analýza rozvahy je uvedena v příloze 8.

Tabulka 4.9 Vertikální analýza rozvahy (v tis. Kč)

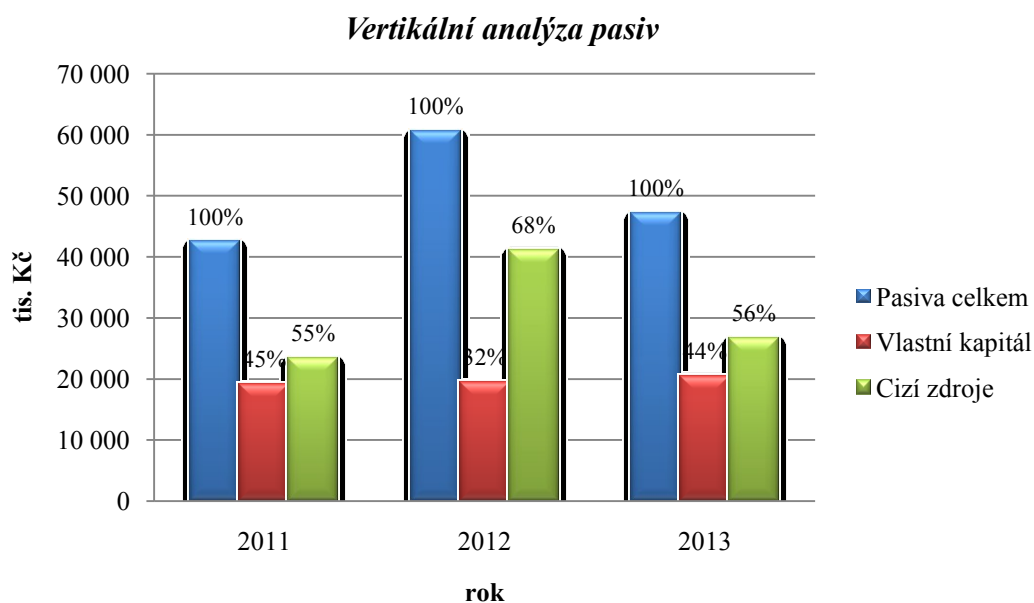
Položka Rozvahy	2009	2010	2011	2012	2013
	%	%	%	%	%
Aktiva celkem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Dlouhodobý majetek	40,43	33,50	37,36	25,43	30,39
<i>Dlouhodobý hmotný majetek</i>	<i>99,50</i>	<i>99,73</i>	<i>100,00</i>	<i>100,00</i>	<i>100,00</i>
Oběžná aktiva	58,30	65,56	61,83	74,23	69,61
<i>Krátkodobé pohledávky z obchodních vztahů</i>	<i>53,86</i>	<i>49,95</i>	<i>45,75</i>	<i>24,04</i>	<i>48,35</i>
<i>Zásoby</i>	<i>40,15</i>	<i>45,02</i>	<i>52,16</i>	<i>72,46</i>	<i>45,71</i>
Ostatní aktiva	1,27	0,94	0,81	0,34	0,25
Pasiva celkem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Vlastní kapitál	34,54	37,29	45,04	32,07	43,52
Cizí zdroje	65,31	62,71	54,96	67,93	56,48
Ostatní pasiva	0,15	0,00	0,00	0,00	0,00

Zdroj: vlastní zpracování

Aktiva podniku byla zpočátku tvořena téměř stejným dílem stálých a oběžných aktiv. V roce 2010 se projevíly důsledky celosvětové hospodářské krize naplno a náhlá změna spotřebitelských zájmů zapříčinila hluboký propad stálých aktiv a naopak velmi nežádoucí navýšení oběžných aktiv. Nežádoucí navýšení oběžných aktiv v položce zásob je u této výrobní společnosti nepříznivým jevem právě pro velmi specifickou povahu skladovaných položek, která si vyžaduje úzký segment zákazníků.

Podíl vlastního kapitálu si zachovává téměř shodnou úroveň ve sledovaných letech na úrovni jedné třetiny celkových pasiv s odchylkou +/- jedné desetiny. Z analýzy pasiv dále vyplývá, že financování prostřednictvím vlastního kapitálu a cizích zdrojů se v jednotlivých letech odchyluje od poměru 1:3 k poměru 1:1, což je z hlediska zadluženosti jev pozitivní. Následující graf 4.5 zachycuje vývoj pasiv a jejich struktury v letech 2011 – 2013:

Graf 4.5 Vývoj struktury pasiv



Zdroj: vlastní zpracování

Horizontální analýzou výsledovky získáme podrobnější informace o jednotlivých příčinách vývoje statických veličin rozvahy. Níže uvedená tabulka 4.10 uvádí stav a vývoj vybraných položek výkazu zisku a ztrát v letech 2009 až 2013:

Tabulka 4.10 Horizontální analýza výsledovky (v tis. Kč)

Položky výsledovky	2009	2010		2011		2012		2013	
	tis.Kč	Mezi- ročně	tis.Kč	Mezi- ročně	tis.Kč	Mezi- ročně	tis.Kč	Mezi- ročně	tis.Kč
Tržby za prodej zboží	4 484	-23,77	3 418	178,35	9 514	-73,67	2 505	27,98	3 206
Obchodní marže	1 295	-40,03	673	419,76	3 948	-80,05	698	9,17	762
Výkony	57 858	-21,86	45 211	-4,12	43 350	73,93	75 397	-12,33	66 104
Přidaná hodnota	23 704	-16,27	19 848	10,10	21 853	9,47	23 922	10,89	26 526
Osobní náklady	20 018	-14,09	17 197	12,18	19 291	3,70	20 004	8,46	21 696
Provozní VH	1 818	3,47	1 881	-15,26	1 594	5,40	1 680	78,51	2 999
Finanční VH	-507	111,05	-1 070	-31,68	-731	2,33	-748	18,32	-885
VH za běžnou činnost	1 060	-45,00	583	25,21	730	-1,51	719	108,76	1735
VH za běžnou činnost	1 311	-38,14	811	6,41	863	8,00	932	101,72	2 114

Zdroj: vlastní zpracování

Vlastní výkony společnosti AXA s.r.o. jsou ve sledovaných letech hlavním zdrojem podnikatelské aktivity společnosti a proto jejich náhlý propad o svou jednu pětinu v roce 2010 má negativní dopad na celkový výsledek společnosti, který vykázal snížení svého výsledku hospodaření o 38 % oproti předcházejícímu roku. Vlastní výkony se pak proměnlivě pohybovaly v dalších letech a v roce 2012 dokonce vykázaly schodkovitý nárůst v podobě 74 %. Tento pozitivní jev je ale provázen velmi nízkým nárůstem přidané hodnoty, který zapříčinil, že v konečném důsledku výsledek hospodaření za sledovaný rok se zvýšil pouze o 8 %. V roce 2013 se výkony společnosti snížily o 12 % a přidaná hodnota se naopak o 11 % zvýšila, takže konečný výsledek hospodaření v tomto roce vykázal svůj pozitivní nárůst v podobě 102 %. Nesoulad mezi vysokým nárůstem výkonů a nízkým nárůstem přidané hodnoty v roce 2012 je způsoben zvýšením nákladové náročnosti na energii a materiál jak ve svém objemu, tak ve své vstupní ceně. Podnik v roce 2012 musel reagovat na změnu spotřebitelských zájmů, které se přesunuly od poptávky po klasických obráběcích strojích k poptávce po speciálních a jednoúčelových strojích.

Peněžní toky z provozní činnosti získané z přehledu o peněžních tocích (Cash flow) porovnáme s provozním výsledkem hospodaření a máme možnost tak posoudit, zda provozní výsledek hospodaření odpovídá peněžním tokům daného roku.

Tabulka 4.11 Porovnání provozního VH s peněžními toky z provozní činnosti v letech 2009 až 2013

Položka	2009	2010	2011	2012	2013
	tis.Kč	tis.Kč	tis.Kč	tis.Kč	tis.Kč
Provozní VH	1 818	1 881	1 594	1 680	2 999
CF z provozní činnosti	3 027	518	1 143	-1 229	7 807

Zdroj: vlastní zpracování

Společnosti AXA s.r.o. se daří udržovat peněžní toky z provozní činnosti v kladných číslech, mimo výjimečného roku 2012, kdy přesto, že společnost vykázala kladný provozní výsledek hospodaření, se hodnota peněžních toků dostala do záporných čísel. Tuto skutečnost zapříčinil především náhlý pokles po poptávce po klasických obráběcích strojů v roce 2010 a společnost byla nucena tomuto negativnímu jevu činit novým strategickým rozhodnutím, tj. zřídila dceřinou společnost pro nákup a prodej strojů dovezených z Číny a svou výrobu postupně začala přebudovávat na nový trend spotřebitelské poptávky, kterým se stává výroba

speciálních a jednoúčelových strojů. Tímto krokem došlo ke značnému nárůstu oběžných aktiv, tedy v jejich části zásob o 18 858 tis. Kč. V roce 2013 pak došlo k zúročení strategického rozhodnutí předešlého roku a společnost tyto navýšené zásoby efektivně prodala a dostala se tak do velmi pozitivní hodnoty peněžních toků z provozní činnosti.

Analýza poměrových ukazatelů

Pro práci oceňovatele je důležité najít odpovědi na otázky ve věci finančního zdraví podniku a jeho schopnosti „udržení se při životě“ a schopnosti v efektivním pokračování ve svých započatých podnikatelských aktivitách. Nejdůležitějšími poměrovými ukazateli tedy jsou ukazatel likvidity (platební schopnosti), ukazatel rentability, aktivity, zadluženosti a ukazatel produktivity. Podklady pro výpočet jednotlivých ukazatelů jsou uvedeny v příloze 9. Analýza poměrových ukazatelů.

Ukazatele likvidity jsou v popředí zkoumání finančního zdraví podniku na prvním místě. Mezi tyto ukazatele patří ukazatel běžné likvidity, pohotové a okamžité likvidity. Následující tabulka 4.12 obsahuje výsledky těchto ukazatelů.

Tabulka 4.12 Ukazatele likvidity v letech 2009 – 2013

Ukazatele likvidity	Výpočet	M.j.	2009	2010	2011	2012	2013	Trend využití oběžných aktiv
Likvidita běžná	Vzorec 2.15	koef.	1,31	1,35	1,43	1,38	1,80	efektivní
Likvidita pohotová	Vzorec 2.16	koef.	0,78	0,74	0,69	0,38	0,98	optimální
Likvidita okamžitá	Vzorec 2.17	koef.	0,08	0,07	0,03	0,05	0,11	nejednoznačný

Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatele likvidity běžné a pohotové vykazují po celé sledované období téměř efektivní a stabilní hospodaření s oběžnými aktivy, v roce 2013 tento trend překročil pomyslnou hranici optima 1,5 velikosti koeficientu. Nejednoznačný trend vykazuje ukazatel okamžité likvidity, který navíc vypovídá o velmi slabé schopnosti hradit své krátkodobé závazky včas právě z důvodu toho faktu, že krátkodobý finanční majetek vykazuje nízkou hodnotu ve vztahu k výši krátkodobých závazků. Nejslabším rokem je rok 2011, kdy společnost držela krátkodobý

finanční majetek ve výši 549 tis. Kč, z čehož je okamžitá likvidita vzhledem k výši krátkodobých závazků téměř nulová.

Ukazatele rentability vypovídají o výnosnosti společnosti, kdy oceňovatel zkoumá příčinu rentability a její vývoj v čase. Tyto ukazatele se řadí svou významností k hodnocení atraktivnosti podnikové aktivity mezi nejvýznamnější ukazatele. Pro potřeby hodnocení podniku jsou použity základní ukazatele rentability aktiv (ROA), vlastního kapitálu (ROE) a tržeb (ROS). Níže uvedená tabulka 4. 13 obsahuje výpočet těchto ukazatelů.

Tabulka 4.13 Ukazatele rentability

Ukazatele rentability	Výpočet	m.j.	2009	2010	2011	2012	2013
Rentabilita aktiv (ROA)	Vzorec 2.1	%	2,54	1,64	2,03	1,54	4,49
Rentabilita VK (ROE)	Vzorec 2.2	%	7,37	4,41	4,51	4,8	10,31
Rentabilita tržeb (ROS)	Vzorec 2.3	%	2,1	1,67	1,63	1,2	3,45

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnoty rentability hodnotí dosažený zisk z pohledu zdrojů, ze kterých byl tento zisk dosažen. Pro potřeby vyhodnocení atraktivnosti podnikové aktivity je vhodné posuzovat trend těchto ukazatelů, který by měl vykazovat minimálně stabilní charakter. Žádoucí trend je samozřejmě rostoucí. U všech výše zmíněných ukazatelů se trend vyskytuje již zmíněného kritického roku 2010 pozitivně. Kritickým obdobím se stává ještě rok 2012, kdy společnost držela nadměrné zásoby oběžných aktiv, ale v následujícím roce 2013 se zúročily snahy o oživení její produkce v podobě nové strategie, kterou je nákup a prodej dovážených stojů z Číny.

Ukazatele aktivity poskytují informace o schopnosti podniku využívat produktivně vložené zdroje pro tvorbu podnikové aktivity. Jde o vyjádření jejich počtu v obrátkovosti (kolikrát ročně) či v počtu dní na jednu obrátku. Nejčastější ukazatele aktivity jsou vypočteny v níže uvedené tabulce 4. 14.

Tabulka 4.14 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity	Výpočet	m.j.	2009	2010	2011	2012	2013
Doba obratu aktiv	Vzorec 2.4	dny	298	365	289	280	277
Doba obratu zásob	Vzorec 2.5	dny	70	108	93	150	88
Doba obratu pohledávek	Vzorec 2.6	dny	93	120	82	50	93
Doba obratu závazků	Vzorec 2.7	dny	132	178	125	151	105
Počet obrátek aktiv	Vzorec 2.8	obrátky/rok	1,20	1,00	1,25	1,29	1,31

Zdroj: vlastní zpracování

Vypočtené hodnoty ukazatelů aktivity se pohybují v poměrně dlouhodobých časových úrovních, což může znamenat značný problém s rovnoměrným plynutím peněžních toků. Jelikož ale doba obratu pohledávek vykazuje nižší počet dní, než doba obratu závazků, lze usuzovat, že podnik efektivně využívá jedné z forem krátkodobého financování, tj. obchodního (dodavatelského) úvěru. Tato situace v podniku převládala po celé sledované období a zlom nastal v roce 2013, kdy se splatnost pohledávek a závazků začíná vyrovnávat s inkasní dobou pohybující se kolem 90 dní.

Ukazatele finanční stability a zadluženosti přinášejí informace o úrovni finanční stability a samostatnosti podniku (koeficient samofinancování), informace o věřitelském riziku (míra celkové zadluženosti) a informace o výkonnosti provozního zisku (úrokové krytí a úrokové zatížení). Vhodné ukazatele pro rozhodování o hodnotě podniku obsahuje níže uvedená tabulka 4.15.

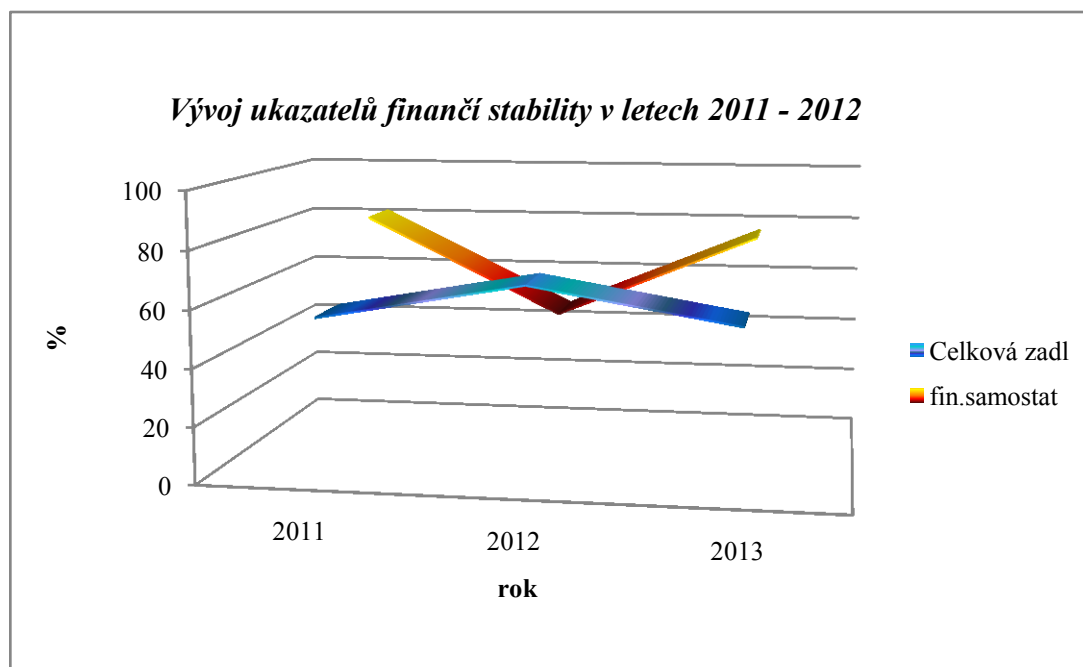
Tabulka 4.15 Ukazatele zadluženosti

Ukazatele zadluženosti/stability	Výpočet	m.j.	2009	2010	2011	2012	2013
Celková zadluženost	Vzorec 2.9	%	65,31	62,71	54,96	67,93	56,48
Zadluženost vlastního kapitálu	Vzorec 2.11	%	189,08	168,15	122,03	211,81	129,76
Finanční samostatnost	Vzorec 2.12	%	52,89	59,47	81,95	47,21	77,07
Úrokové krytí	Vzorec 2.13	koef.	10,49	2,87	1,61	2,59	6,98

Zdroj: vlastní zpracování

Vzájemný vztah mezi celkovou zadlužeností a finanční samostatností podniku znázorňuje graf 4.6.

Graf 4.6 Vývoj ukazatelů finanční stability v letech 2011 - 2012



Zdroj: vlastní zpracování

Celková zadluženost podniku vykazuje po celé délce sledovaného období poměrně stále hodnoty, které se pohybují nad poloviční úrovni krytí svých aktivit z cizích zdrojů. Tyto stabilní hodnoty celkové zadluženosti mohou působit pozitivně pro cizí věřitele (banky). O jisté míře stabilní situaci v podniku vypovídá i ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu, i když jsou jeho hodnoty ve sledovaných obdobích vyšší. Pouze v letech 2011 a 2013 jsou hodnoty na takové úrovni, která vypovídá o stabilní situaci podniku. Ukazatel finanční samostatnosti je převrácenou hodnotou ukazatele zadluženosti vlastního kapitálu a jeho hodnoty vykazují výši vynaložených prostředků z vlastního kapitálu na 1 Kč cizích zdrojů podniku. Je zřejmé, že potvrzují situaci popsanou v souvislosti zadluženosti vlastního kapitálu. Úvěr poskytnutý bankou v roce 2009 na financování výstavby nové výrobní haly ve výši 10 734 tis Kč a v roce 2012 ve výši 8 446 tis Kč na financování zřízení dceřiné společnosti snížil finanční samostatnost podniku o 30 %.

4.2.2 Analýza souhrnných ukazatelů

Pomocí této analýzy oceňovatel určí podnikové zdraví, tj. určí jeho „finanční zdraví“ či naopak jeho „finanční churavění“. Klasifikace finančního onemocnění získá podnik, u kterého se vyskytuje ohrožená likvidita. Pomocí tzv. Altmanova indexu neboli Z – skóre, který patří mezi nejpoužívanější modely lze vyhodnotit výše zmíněnou diagnostiku podniku.

Altmanův model vyjádříme pomocí základního vzorce, který je obsažen v tabulce 4.16:

Tabulka 4.16 Altmanův index finančního zdraví podniku

Ukazatel	Zn.	Váha	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT / Aktiva	X ₁	3,3	0,04	0,04	0,04	0,03	0,06
Tržby / Aktiva	X ₂	1	1,21	0,99	1,25	1,29	1,31
VK / CZ	X ₃	0,6	0,53	0,59	0,81	0,47	1,03
Zadržený zisk / Aktiva	X ₄	1,4	0,29	0,33	0,39	0,28	0,37
Pracovní kapitál / Aktiva	X ₅	1,2	0,55	0,51	0,57	0,46	0,48
Výpočet			2009	2010	2011	2012	2013
X ₁			0,12	0,13	0,12	0,09	0,19
X ₂			1,21	0,99	1,25	1,29	1,31
X ₃			0,32	0,35	0,49	0,28	0,62
X ₄			0,41	0,46	0,55	0,39	0,52
X ₅			0,66	0,62	0,68	0,55	0,58
Z-skóre			2,71	2,54	3,09	2,61	3,21

Zdroj: vlastní zpracování

Podle Altmanova Z-skóre výsledné hodnoty vyhodnotíme podle stanovených zónových škál a zjistíme, že hodnoty sledovaného podniku se pohybují v rozmezí od 2,54 do 3,21, což svědčí o podniku pohybující se okolo hranice bezpečné zóny (Z-skóre > 3) a lze usuzovat o jeho efektivní pokračující hodnotě.

4.2.3 Rozdělení aktiv podniku na provozně potřebná a nepotřebná

Tento krok směřuje ke skutečnosti, že hodnota podniku je dána především jejím základním podnikatelským zaměřením, pro který byl tento podnik zřízen. Dle Maříka [12, s. 103] by se

hodnota potřebných aktiv včetně přiměřených kapacitních rezerv v průmyslu měla pohybovat okolo hodnoty 20% z celkových kapacit. Management podniku AXA s.r.o. vyhodnotil svá aktiva jako provozně potřebná vzhledem ke skutečnosti, že podnik v roce 2008 již zahájil svou změnu v dlouhodobé strategii a od tohoto roku již začal činit potřebné kroky k uskutečnění změn ve svých podnikatelských aktivitách a nepotřebná aktiva začal odprodávat. V roce 2008 odprodal svá aktiva ve výši 1 1627 tis. Kč a v následujících letech tento trend pokračoval. V roce 2013 činí výše odprodaného majetku a materiálu hodnotu 1 784 tis. Kč.

4.2.4 Analýza a prognóza generátorů hodnoty

Souhrn několika základních podnikových veličin, které vytvářejí hospodářské procesy podniku se, nazývají generátor hodnoty. Mezi generátory hodnoty jsou řazeny tržby, provozní a zisková marže, investice do pracovního kapitálu, investice do provozně nutného kapitálu, diskontní míra, způsob financování a doba existence podniku.

Prognóza tržeb podniku AXA s.r.o. je odvozena z výsledků analýzy a prognózy relevantního trhu a z analýzy časových řad tržeb podniku v minulosti. Data potřebná pro provedení této prognózy jsou uvedena v příloze 9. Vývoj relevantního trhu CZ-NACE 28.4. Výsledné hodnoty o vývoji trhu a tržního podílu podniku AXA s.r.o. obsahuje níže uvedená tabulka 4.17.

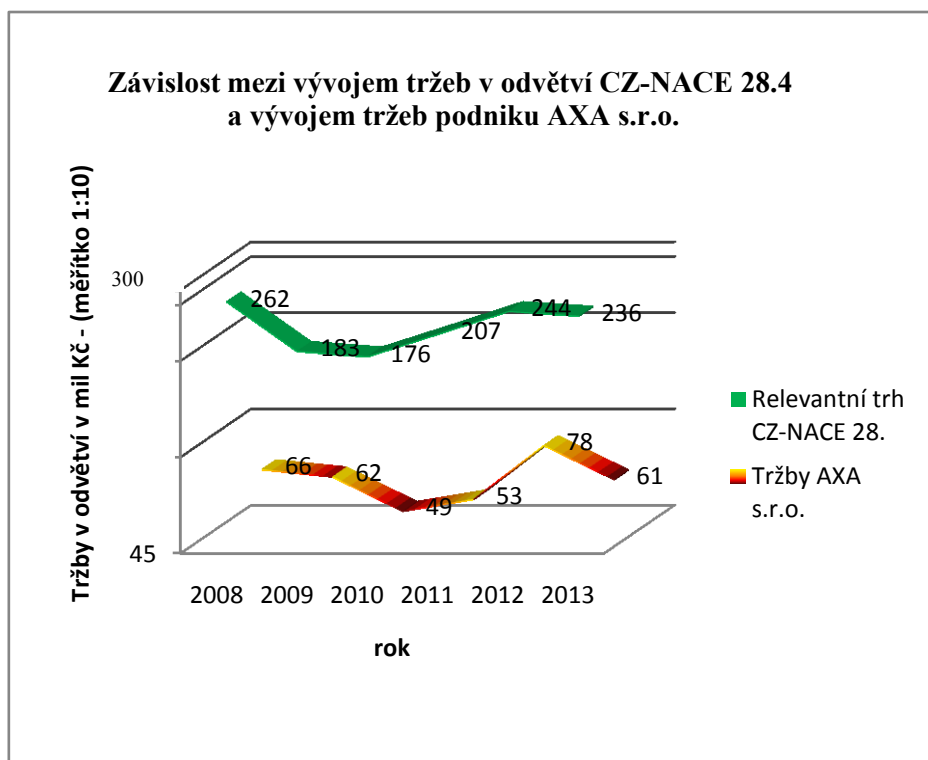
Tabulka 4.17 Vývoj relevantního trhu a tržního podílu podniku

Rok	Relevantní trh (mil.Kč)	Tempo růstu trhu (%)	Tržby AXA s.r.o. (mil.Kč)	Tempo růstu AXA (%)	Tržní podíl AXA (%)
2007	26 162	x		x	x
2008	26 239	0,29	65,6	x	x
2009	18 252	-30,44	62,3	-5,03	0,34
2010	17 579	-3,69	48,6	-21,99	0,28
2011	20 753	18,06	52,9	8,85	0,25
2012	24 373	17,44	78	47,45	0,32
2013	23 601	-3,17	61	-21,79	0,26

Zdroj: vlastní zpracování

Výše uvedený vztah mezi vývojem tempa růstu relevantního trhu a vývojem tempa růstu tržeb podniku je znázorňuje graf 4.7.

Graf 4.7 Závislost vývoje tržeb



Zdroj: vlastní zpracování

Vypočtená data vypovídají o značné rozkolísanosti tržeb sledovaného relevantního trhu v odvětví zpracovatelského průmyslu CZ NACE 28.4. Jak již bylo zmíněno, dopad celosvětové hospodářské krize se naplno projevil v letech 2009 na úrovni relevantního trhu, kdy je propad tempa růstu v celém odvětví největší. U společnosti AXA s.r.o. se tato krize začínala projevovat také v roce 2009, ale silněji byla krizí postižena v roce 2010. Pozitivním jevem je, že od roku 2011 začaly tržby v čase pozvolna stoupat. Podíl společnosti na relevantním trhu je po celé sledované období sice nízký, ale téměř vyrovnaný, což nasvědčuje o jisté podnikatelské stabilitě.

Provozní a zisková marže je významným generátorem hodnoty podniku a jeho hodnota vychází z poměru korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpisy k tržbám. Postup, kterým lze tento generátor vypočítat je dvojitý, ale vždy se stejným výsledkem. Zmíněný

výpočet je proveden v příloze 11. Generátory hodnoty. Níže uvedená tabulka Tabulka 4. 18 obsahuje již výsledné hodnoty provozní a ziskové marže.

Tabulka 4.18 Zisková marže v letech podniku

Položka	m.j.	2009	2010	2011	2012	2013	tempo (%)
Celkové tržby	tis Kč	62 342	48 629	52 864	77 902	69 310	6,83
Korigovaný provozní VH před odpisy shora	tis Kč	3 266	2 408	2 070	2 772	4 190	13,83
Korigovaný provozní VH před odpisy zdola	tis Kč	3 266	2 408	2 070	2 772	4 190	13,83
Zisková marže shora před odpisy a dani	%	5,24	4,95	3,92	3,56	6,45	11,20
Zisková marže zdola před odpisy a dani	%	5,24	4,95	3,92	3,56	6,45	11,20
Podíl odpisů	%	2,77	2,64	3,12	2,01	2,44	-0,14
Zisková marže po odpisech a dani (19%)	%	2,00	1,87	0,65	1,25	3,25	37,97

Zdroj: vlastní zpracování

Zisková marže v letech 2011 a 2012 vykazuje jistý pokles, který je způsoben vyšším nárůstem výkonové spotřeby, než byl nárůst tržeb, především v roce 2012. Další příčinou poklesu ziskové marže je způsoben poklesem obchodní marže, která v roce 2012 dosáhla svého minima z důvodu náhlého poklesu poptávky po klasických obráběcích strojích.

Investice do pracovního kapitálu je nezbytně nutným předpokladem pro udržení si pozice na konkurenčním poli. Management podniku zareagoval včas a efektivně na měnící se potřeby svých potenciálních zákazníků a během let 2010 až 2013 postupně realizuje kroky potřebné k modernizaci strojového zařízení a technologie.

Tabulka 4.19 Koefficient náročnosti investic a pracovního kapitálu na tržbách

Položka	m.j.	2009	2010	2011	2012	2013
Tržba	tis. Kč	62 342	48 629	52 864	77 902	69 310
Podíly na tržbách:						
odpisy	tis. Kč	1 726	1 285	1 648	1 565	1 493
podíl odpisů	%	2,77	2,64	3,12	2,01	2,15
upravený pracovní kapitál	tis. Kč	28 466	25 351	24 134	27 914	29 034
podíl upraveného PK	%	45,66	52,13	45,65	35,83	41,89
investovaný pracovní kapitál	tis. Kč	49 195	41 844	39 996	43 305	43 356
podíl investovaného PK	%	78,91	86,04	75,65	55,58	62,55
investice- dlouhodobý majetek	tis. Kč	20 729	16 490	15 862	15 391	14 322
podíl investic	%	33,25	33,90	30,00	19,75	20,66

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky je zřejmé, že podnik si udržuje rovnoměrnou úroveň náročnosti investic na tržbách a dokonce se podniku podařilo staré investice odprodat a proto tak podniku v období 2011 – 2013 náročnost investic na tržbách nestoupala, i když podnik investoval do nových zařízení a nové dceřiné pobočky.

Pracovní kapitál představuje další ze škály generátorů hodnoty podniku. S pracovním kapitálem souvisí koefficient náročnosti růstu tržeb na růstu čistého pracovního kapitálu. Je důležité si pro potřeby stanovení hodnoty pracovního kapitálu vymezit hodnotu pracovního kapitálu provozně nutného. Data obsažená v tabulce 4.20 jsou vypočtena v příloze 11. Generátory hodnoty.

Tabulka 4.20 Pracovní kapitál provozně nutný

Položka	m.j.	2009	2010	2011	2012	2013	Tempo (%)
Pracovní kapitál provozně nutný	tis. Kč	28 466	25 351	24 134	27 914	29 034	3,77

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota volných prostředků, které společnosti zůstanou po úhradě krátkodobých závazků a časového rozlišení, během sledovaného období vykazuje pozitivní trend ve formě přírůstku

tempa 3,77%. Zpočátku sledovaného období došlo k poklesu volných prostředků, ale šlo jen o přechodný stav. V roce 2012 je zaznamenán nejvyšší nárůst tempa volných prostředků (+15,66%) ale toto bylo způsobeno faktem, že společnost nehradila své závazky včas (viz tabulka 4. 14 Ukazatele aktivity v letech 2009 -2013), kdy splatnost závazků se pohybuje v průměru okolo 100 dní a naopak své pohledávky společnost vyinkasuje s 50 denní splatností.

4.2.5 Předběžná hodnota podniku pomocí generátorů hodnoty

Analýzou generátorů hodnoty jsme dospěli k prvnímu odhadu hodnoty podniku k datu ocenění s využitím těchto generátorů hodnoty: tempo růstu tržeb, zisková marže po odpisech a po dani, náročnost růstu tržeb, kalkulovaná úroková míra. Níže uvedená tabulka 4.21 obsahuje vypočtená data, kdy po dohodě s vedením podniku, že podnik v blízké budoucnosti nezamýšlí nových investic, se vyhodnotila prognóza náročnosti růstu tržeb na růstu pracovního kapitálu jako negativní, tzn., že podnik v roce 2012 a 2013 rozšířil své investice v položce stavby formou úvěru ve výši 8 231 tis. Kč a v následujících letech již bude majetek pouze odepisován.

Tabulka 4.21 Generátor hodnoty podniku AXA s.r.o.

Generátor hodnoty	Znak	Hodnota
Tempo růstu tržeb	g	6,83
Zisková marže po odpisech a dani	r_{ZPx}	3,20
Náročnost růstu tržeb na:		
růstu pracovního kapitálu	k_{WC}	0,01
růstu dlouhodobého majetku	k_{DMx}	0,062
Kalkulovaná úroková míra	i_k	12
Daňová sazba	d	19

Zdroj: vlastní zpracování, pramen 12, s. 129

Dosadíme-li výše uvedené údaje do vzorce, získáme následující výsledek o hodnotě podniku:

$$H_b = \frac{69310 \cdot (1+0,0683) \cdot 0,032 \cdot (1-0,19) - 69310 \cdot 0,0683 \cdot (0,001+0,062)}{0,12-0,0683} = \mathbf{30\,805\, \text{tis. Kč}}$$

Vypočtená hodnota podniku v předběžném ohodnocení pomocí generátorů hodnoty činí **30 805 tis. Kč.**

4.2.6 SWOT analýza

Vyhotovením SWOT analýzy získáváme syntézu všech předchozích kroků, a můžeme na jejím základě přistoupit pro stanovení hodnoty podniku. Získané poznatky rozdělíme do čtyř částí, z nichž část silných a slabých stránek má především svůj zdroj ve finanční analýze a část příležitostí a ohrožení v analýze externích faktorů.

- (S) *Silné stránky* - financování prostřednictvím vlastních zdrojů, dlouholetá zkušenost v oboru, snadná dostupnost úvěrů, stabilní postavení na relevantním trhu, jednoduchá organizační struktura, kvalita vyráběné produkce a služeb.
- (W) *Slabé stránky* - dlouhá splatnost pohledávek, značná finanční náročnost vyráběné produkce pro zákazníka, náročnost zásob na skladovací prostory, nízký počet obrátkovosti skladovacích položek.
- (O) *Příležitosti* – získání nových zákazníků, získání státních zakázek, rozšíření výroby, rozšíření podnikatelských aktivit o nákup a prodej obráběcích strojů dovážených z Číny.
- (T) *Hrozby* - nové substituty, zvýšení cen vstupů, platební neschopnost odběratelů, změna preferencí odběratelů.

4.3 Finanční plán

Sestavení finančního plánu je dalším krokem oceňovatele směřujícím k vyhodnocení ocenění podniku, obzvlášť pokud bude použita některá z výnosových metod [13, s. 130]. Pro sestavení finančního plánu je klíčovým momentem odhad plánovaných tržeb. Výstavba nové výrobní haly a její dokončení v roce 2010 umožnila podniku zahájit rozšíření svých výrobních kapacit a především jejich modernizaci. Sortiment výrobků se postupně měnil z klasických obráběcích strojů na speciální a jednoúčelové stroje pro náročnější zákazníky (nejvýznamnější se stala zakázka na výrobu kolejových vozidel v roce 2009 pro ČD). Podnik dokázal postupně během sledovaných pěti let zmodernizovat své stávající výrobní prostory a stávající stroje a zařízení nahradil stroji novými. Staré stroje odprodal (odprodej v hodnotě

1 875 tis. Kč v zůstatkových cenách za období 2009 – 2013) a nahradil stroji novými. Pro tento účel v roce 2010 podnik přijal úvěr ve výši 6 853 tis. Kč. Další pozitivní krok nastal v roce 2011, kdy se podnik jako reakci na hrozbu nástupu substitutů v podobě dovážených strojů z Číny rozhodl s těmito stroji obchodovat a zřídil za tímto účelem dceřinou společnost. Na výstavbu a modernizaci nových prostor určených k tomu účelu podnik přijal v roce 2012 úvěr ve výši 8 446 tis. Kč.

Prognóza tržeb

Na základě pozitivního hodnocení vývoje růstu tržeb v odvětví (viz. Ekonomické ukazatele odvětví v kapitole 3.3.1) a provedené finanční analýzy sledovaného podniku lze sdílet optimistické očekávání v podobě pozvolného tempa růstu produkce tohoto podniku. Provedená analýza tržního podílu v rámci odvětví zpracovatelského průmyslu CZ-NACE 28.4 potvrdila stabilitu podnikatelských aktivit podniku AXA s.r.o. a lze tedy předpokládat i na tomto základě trvalý mírný vzestup tempa růstu produkce o 4 – 6,5 %, jak avizuje Ministerstvo průmyslu a obchodu dle zdroje Panorama českého průmyslu 2013 [31, s. 14-27].

Prognóza tržeb podniku AXA s.r.o. se opírá o prognózu vývoje tržeb v odvětví, které ale nevykazují závislost na vývoji HDP (viz. Příloha 13. Grafické znázornění vývoje HDP a vývoje tržeb v odvětví v letech 2003 - 2013). Závislost mezi vývojem tržeb v odvětví a vývojem tržeb podniku AXA zřejmá je, i když z důvodu velmi nízkého podílu tržeb podniku AXA s.r.o. nelze vycházet z rovnice regrese trendu růstu tržeb v odvětví (tento podíl činí 0,3 % z obrátu odvětví). Pro účely predikce tržeb pro období 2014 – 2018 tyto údaje ale zcela postačují a věrohodnost výpočtů podporují. Na základě predikce avizované Ministerstvem průmyslu a obchodu je z opatrnostních důvodů s nárůstem 4 % tržeb v odvětví a z těchto tržeb pak bude následně odvozen růst tržeb podniku AXA s.r.o. Následující tabulka 4. 22 obsahuje propočet predikce tržeb podniku AXA s.r.o.

Tabulka 4.22 Vývoj tržeb v odvětví

Popis	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
Tržby v odvětví CZ-NACE 28.4	23 601 374	24 590 272	25 620 604	26 694 107	27 812 590	28 977 938
Tržby AXA s.r.o.	68 444	71 312	74 300	77 413	80 657	84 036

Zdroj: vlastní zpracování, pramen 31

Podnik plánuje rozšíření svých podnikatelských aktivit v oblasti nákupu a prodeje dovážených CNC strojů z Číny a z tohoto důvodu je nutné predikci tržeb navýšit o 10 % po dohodě s vedením podniku, který s tímto odhadem kalkuluje na základě provedených analýz trhu. Výsledný poměr mezi výkony a tržbou za prodané zboží znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 4.23 Prognóza tržeb podniku

Popis	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
Tržby prognóza AXA s.r.o. dle CZ-NACE 28.4	68 444	71 312	74 300	77 413	80 657	84 036
Tržby + 10%: z toho	X	78 443	81 730	85 154	88 722	92 440
<i>Tržby za prodej zboží</i>	3 206	7 095	7 779	8 390	9 026	9 660
<i>Výkony</i>	68 444	71 348	73 951	76 764	79 696	82 780
Celkem	71 650	78 443	81 730	85 154	88 722	92 440

Zdroj: vlastní zpracován, pramen 31

Plán investic do provozně nutného majetku

Investice a odpisy do majetku nehmotného nebudou plánovány z toho důvodu, že společnost v posledním sledovaném období 2013 již software zcela odepsala a v blízké budoucnosti nákup nového neplánuje. Nejsou plánovány ani nové investice do samostatných movitých věcí a souboru movitých věcí, protože tento druh majetku byl v posledních pěti letech zcela obměněn. Jediná změna nastane v roce 2017, kdy společnost plánuje dokončení stavby skladu, kterou započala v roce 2012 a hodnota této stavby je stanovena na 8 mil. Kč. Odpisy ze stavby skladu budou započaty v roce 2017 a způsob odepisování bude stanoven rovnoměrný (odpisová skupina 5). Hodnoty ostatního majetku budou pokračovat v započatém tempu podle odpisového plánu.

Tabulka 4.24 Plán investic a odpisů v tis. Kč

Dlouhodobý majetek	2013	Prognóza					Celkem	
		2014	2015	2016	2017	2018	Odpis	Netto
Samostatné movité věci								
původní odpisy	419	105	89	76	64	55	389	
původní zůstatková cena	1 847	1 742	1 653	1 578	1 513	1 459		1 459
pozemek-zůstatková cena	277	277	277	277	277	277		277
Stavby								
původní odpisy	1 074	509	509	509	509	509	2 545	
původní zůstatková cena	12 198	11 689	11 180	10 671	10 162	9 653		9 653
nová - investice netto					7 888	7 616		7 616
nová - investice brutto					8 000	0		
pořizovací hodnota k 31.12.					8 000	0		
Odpisy: 1,4 % vstupní ceny					112	0	112	
3,4 % v dalších letech						272	272	
Celkem odpisy	1 493	614	598	585	685	836	3 318	19 005
Celkem zůstatková cena	14 322	13 708	13 110	12 526	19 840	19 005		19 005

Zdroj: vlastní zpracování

Plán výkazu zisku a ztrát

Vývoj nákladů bude postupovat přibližně stejným tempem, jako vývoj výkonů a tržeb. Výkonová spotřeba bude plánována úměrně k navýšení výkonů s tím, že je předpoklad po období dvou let stálejších cen vstupů energií a surovin v důsledku poklesu ceny ropy. Lze tedy usuzovat, že růst výkonové spotřeby by neměl překročit hladinu 4 %. Podnikatelské aktivity v oblasti nákupu a prodeje zboží se staly novou aktivitou v roce 2009, a proto nelze vycházet z dat minulého období, ale pouze z perspektivních odhadů managementu podniku. Z důvodu opatrnosti budeme vycházet z geometrického průměru předešlých nákladů vynaložených na prodej zboží vykázaných ve výkazu zisku a ztráty za minulé období.

Hlavní nákladovou položkou jsou osobní náklady, ty ale vykazovaly během sledovaného období téměř konstantní úroveň. Tento fakt byl dán tím, že management podniku reagoval flexibilně a při nedostatku odbytu své produkce zajišťoval jiné zdroje příjmů (dovoz CNC strojů z Číny). Prodej dlouhodobého majetku a materiálu se v budoucích letech neočekává vzhledem k situaci, že podnik již nepotřebný majetek a materiál odprodal v průběhu uplynulých

let. Ostatní provozní výnosy a náklady lze očekávat na přibližně stejné úrovni, na jaké byly doposud, tedy do data ocenění podniku. Finanční náklady budou odvozeny od průběhu nákladů na cizí kapitál z minulých let. Sazba daně z příjmů právnických osob bude i nadále pro budoucí pětileté období uvažována ve výši 19 %.

Tabulka 4.25 Plán Výkazu zisků a ztráty

Položka	2013	Prognóza				
		2014	2015	2016	2017	2018
Tržby za prodej zboží	3 206	7 095	7 779	8 390	9 026	9660
Náklady vynaložené na prodej zboží	2 444	3 711	4 069	4 389	4 722	5053
Obchodní marže	762	3 384	3 710	4 001	4 304	4 607
Výkony	66 104	71 348	73 951	76 764	79 696	82780
Výkonová spotřeba	40340	42 809	44 370	46 059	47 818	49 668
Přidaná hodnota	26 526	31 923	33 291	34 706	36 182	37 719
Osobní náklady	21 696	25 102	26 154	27 249	28 391	29 581
Daně a poplatky	173	173	173	173	173	173
Odpisy	1 493	614	598	585	685	836
Ostatní provozní výnosy	132	132	132	132	132	132
Ostatní provozní náklady	643	643	643	643	643	643
Korigovaný provozní VH	2 772	5 523	5 855	6 188	6 422	6 619
Náklady na cizí kapitál	215	257	231	208	187	169
Finanční výsledek hospodaření	-215	-257	-231	-208	-187	-169
VH za běžnou činnost	2 557	5 266	5 624	5 980	6 235	6 450
Daňová sazba (%)	19	19	19	19	19	19
Daň z příjmů za běžnou činnost	486	1 001	1 069	1 136	1 185	1 225
VH za účetní jednotku před zdaněním	2 557	5 266	5 624	5 980	6 235	6 450
VH za účetní jednotku po dani	2 071	4 266	4 555	4 844	5 051	5 224

Zdroj: vlastní zpracování

Plán rozvahy

Hodnota aktiv zaznamenala během sledovaného období nejednoznačný trend, ale společnost v roce 2010 tento nežádoucí fakt postupně odstranila (dokončení nové výrobní haly v roce 2010 a odprodej nepotřebných zásob v roce 2013). Na straně pasiv se poměr vlastního kapitálu a cizích zdrojů ke konci sledovaného období téměř vyrovnal (43 % z celkové hodnoty pasiv).

Aktiva - při sestavování plánu rozvahy není počítáno s výrazným nárůstem stálých aktiv, pouze v roce 2017 dojde k navýšení staveb v podobě dokončené rekonstrukce skladu v hodnotě 8 mil. Kč. Nejvýznamnější složkou oběžných aktiv jsou zásoby oběžná aktiva, která jsou tvořena ze 70 % aktiv a jejich složení je 45 % krátkodobé pohledávky a 45 % zásob. Se stejným složením se bude počítat i do budoucna. Krátkodobý finanční majetek je naplánován v jedné pětině závazků z obchodních vztahů v roce. Podle doporučení Maříka budou hodnoty ostatních aktiv nulová (podíl ostatních aktiv v rozvaze činil ve sledovaném období cca 0,35 %).

Pasiva – krátkodobé závazky tvoří nejvýznamnější část cizích zdrojů a jejich vývoj bude plánován dle jejich podílu k celkovým tržbám v posledních tří let, což je průměrně 30-33 %. Pro budoucí období není počítáno s bankovními úvěry a tak jejich výše bude dána postupným splácením stávajících bankovních úvěrů a výpomocí. Základní kapitál a hodnota fondů společnosti zůstanou beze změny. Hodnota dlouhodobých závazků bude pro budoucí období zachována ve stejné výši, které bylo na počátku plánovaného období, tedy roku 2013. Plánovaná doba inkasa závazků vychází z předešlých let a činí průměrně 100 dní. Finanční samostatnost podniku je i nadále plánovaná okolo 90%. Zkrácená podoba účetního výkazu plánovaných rozvahových položek je uvedena v Příloze 14. Plánovaná rozvaha pro období 2014 – 2018.

Zkrácená finanční analýza plánu

Pro posouzení věrohodnosti naplánovaných účetních výkazů (plánu výkazů zisku a ztráty, rozvahy) pro predikované období je nutné provést finanční analýzu, která může odhalit případné nesrovnalosti plánu. Podklady pro výpočet údajů v tabulce 4.26 jsou uvedeny v příloze 15. Zkrácená finanční analýza plánu.

Tabulka 4.26 Zkrácená finanční analýza plánu

Ukazatele likvidity	M.j.	2014	2015	2016	2017	2018
Likvidita běžná	koef.	1,43	1,53	1,55	1,41	1,45
Likvidita pohotová	koef.	0,85	0,90	0,91	0,84	0,86
Likvidita okamžitá	koef.	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
Ukazatele rentability						
Rentabilita aktiv (ROA)	%	10,88	10,86	11,20	10,21	10,44
Rentabilita VK (ROE)	%	24,26	23,45	24,46	21,38	21,90
Rentabilita tržeb (ROS)	%	6,71	6,88	7,02	7,03	7,03
Ukazatele aktivity						
Doba obratu aktiv	dny	222	228	226	248	241
Doba obratu zásob	dny	65	70	71	68	68
Doba obratu pohledávek	dny	72	78	79	76	76
Doba obratu závazků	dny	112	112	112	114	115
Počet obrátek aktiv	obrátky/rok	1,62	1,58	1,59	1,45	1,50
Ukazatele zadluženosti						
Celková zadluženost	%	55,13	53,68	54,22	52,28	52,35
Zadluženost VK	%	122,86	115,87	118,42	109,55	109,86
Finanční samostatnost	%	81,40	86,31	84,44	91,28	91,03

Zdroj: vlastní zpracování

Naplánované aktivity podniku vycházely z minulého období, a proto při porovnání období analyzovaného s obdobím predikovaným vychází v mnoha ukazatelích finanční analýzy shodu. Počet dní inkasa pohledávek a závazků se pohybuje v naplánovaném časovém limitu (90 – 110 dní), ukazatelé likvidity vykazují rovněž optimální úroveň, což je dáno vstupním předpokladem zůstatků krátkodobého finančního majetku ve výši jedné pětiny závazků z krátkodobých závazků z obchodních vztahů. Mírně se zhoršil ukazatel rentability vlastního kapitálu v roce 2017 z důvodu navýšení dlouhodobého hmotného majetku formou dostavby skladu materiálu a výrobků. Tento jev je zapříčiněn skutečností, že úvěr přijatý na tuto rekonstrukci byl v roce 2013 a dlouhodobý majetek byl v rozvaze zaúčtován až v momentě jeho dokončení, tedy v roce 2017.

5. Aplikace vybraných metod na podnik

Na základě strategické a finanční analýzy podniku a následně sestaveného finančního plánu můžeme přistoupit k samotnému ocenění podniku. Protože výsledky analýz prokázaly, že oceňovaná společnost je schopna dlouhodobé existence na trhu, splňuje tak základní předpoklad pro volbu výnosových metod ocenění. Pro ocenění podniku byla použita dvoufázová výnosová metoda diskontovaného peněžního toku a pro určení spodní hranice stanovení hodnoty podniku byla zvolena metoda účetní hodnoty

5.1 Metoda diskontovaného peněžního toku – DCF

Metoda vychází z peněžních toků určených vlastníky i věřitelům společnosti. Budoucí výnosy jsou diskontovány na současnou hodnotu za splnění těchto předpokladů [2, s. 157]:

- kapitálové trhy jsou efektivní,
- kapitálová struktura je tvořena pouze vlastním jměním a dluhem,
- existuje pouze daň z příjmů,
- podnik z pohledu going concern principu trvale investuje do výše odpisů.

První fáze ocenění zahrnuje plánované období let 2014 až 2018, druhá fáze pak vychází z předpokládaného stabilního růstu volných peněžních toků a pokračující hodnotou podniku, čímž je možné stanovit současnou hodnotu budoucích volných prostředků. Pokračující hodnota druhé fáze je stanovena pomocí Gordonova vzorce.

Diskontní míra

Diskontní míra je odvozena z průměrných vážených nákladů na kapitál. Tyto průměrné vážené náklady na kapitál váží skladbu dvou podílů financování kapitálu: podíl vlastním kapitálem a podíl financovaný kapitálem cizím. Klíčovým kritériem je určení nákladů na vlastní kapitál, které lze stanovit metodou CAPM nebo stavebnicovou. Metoda CAPM vychází z rizikových přírážek počítaných z rizikovosti země (státních dluhopisů aj.), které jsou

objektivně dostupné. Stavebnicová metoda na rozdíl do metody CAPM je odvozena od stanovení rizik společnosti managementem a jedná se tedy o subjektivní hodnocení rizik. Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál byla použita metoda CAPM.

Náklady na vlastní kapitál – metoda CAPM

Metoda CAPM je nejpoužívanější metodou oceňování pro výpočet nákladů na vlastní kapitál, jejíž východisko vychází z modelu oceňování kapitálových aktiv.

Náklady na vlastní kapitál tedy vypočteme podle vzorce:

$$R_e = r_f + \beta \times (r_m - r_f) \quad (5.1)$$

Vzorec 5.1 Náklady na vlastní kapitál [6]

kde: r_f – bezriziková úroková míra

β – tržní riziko (koeficient Beta)

$(r_m - r_f)$ – tržní riziková premie.

Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál postupujeme takto:

- zjistíme bezrizikovou úrokovou míru,
- stanovíme hodnotu koeficientu β ,
- stanovíme hodnotu rizikové premie.

Bezriziková úroková míra je odvozena z výnosnosti desetiletých státních dluhopisů ČR, jejíž výši představují 2,43 % dle ČNB k datu 31. 1. 2014 pro ČR. Pro další roky je vlivem poklesu EUR predikována jejich úroveň na pouhých 0,35 % a výraznější trend v nárůstu výnosnosti desetiletých státních dluhopisů se dle odhadů ministerstva financí neočekává [30]. Proto bude pro další roky použita míra bezrizikové sazby na úrovni **0,35%**.

Koeficient Beta stanovíme podle vzorce:

$$B = 1 + OR + FR \quad (5.2)$$

Vzorec 5.2 Koeficient Beta [12]

kde: OR – obchodní riziko

FR – finanční riziko

Koeficient obchodního rizika (OR) je odvozen z výsledků hospodaření společnosti a z výše jejich tržeb. Posuzovanou společnost AXA s.r.o. dle níže uvedené tabulky lze zařadit do 3. třídy, (obchodní rizika se pohybují na stupnici od nejvyšší hodnoty + 0,5 k hodnotě nejnižší – 0,5, kdy platí, čím menší jsou tržby a hospodářský výsledek v daném roce, tím větší je stupeň obchodního rizika) [12, s. 196].

Tabulka 5.1 Třída systematického obchodního rizika

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava β (OR)
1	-0,5
2	-0,25
3	0
4	0,25
5	0,5

Zdroj: vlastní zpracování, pramen 12, s.196

Koeficient finančního rizika (FR) se odvíjí od úrovně zadlužení dané společnosti, což je poměr cizího a vlastního kapitálu. Podnik AXA s.r.o. k datu ocenění vykazuje úroveň zadlužení ve výši 60%, a proto dle níže uvedené tabulky činí tento koeficient rizikovosti + **0,1**.

Tabulka 5.2 Koeficient finančního rizika

Zadlužení společnosti	Riziková úprava β (FR) oproti stavu při základním zadlužení
0%	-0,2
20%	-0,1
40%	0
60%	0,1
80%	0,2
100%	0,3
120%	0,4
140%	0,5

Zdroj: vlastní zpracování, pramen 11, s.197

Dosadíme-li stanovené hodnoty do výše uvedeného vzorce, dostaneme výslednou hodnotu koeficientu $\beta = 1,1 \%$.

Riziková prémie je výsledkem rozdílu mezi předpokládanou výnosností kapitálového trhu a bezrizikovou výnosovou mírou. Na stránkách profesora Damodarana nalezneme ohodnocení ratingovou agenturou Moody's známku A1 pro ČR. Riziková prémie uvnitř ČR má hodnotu 6,05% a tento předpoklad si zachováme pro celé plánované období [33].

Model CAPM

– náklady na vlastní kapitál představují dle níže uvedené tabulky výši **7,01 %**.

Tabulka 5.3 CAPM se znalostí Beta koeficientu při nulovém zadlužení

Položka	Hodnota
Bezriziková výnosová míra	0,35 %
Riziková prémie	6,05 %
Odhad koeficientu Beta	1,1
Náklady na vlastní kapitál	7,01 %

Zdroj: vlastní zpracování

Průměrné vážené náklady kapitálu – metoda WACC

Pro určení hodnoty podniku metodou dále potřebuje znát hodnotu podniku v první fázi, která kalkuluje s cenou průměrných vážených nákladů kapitálu (WACC). Hodnotu těchto nákladů vypočítáme podle vzorce:

$$WACC = n_{CK} \cdot (1 - d) \cdot \frac{CK}{K} + n_{VK(Z)} \cdot \frac{VK}{K} \quad (5.3)$$

Vzorec 5.3 Průměrné vážené náklady kapitálu [12]

kde: n_{CK} - náklady na cizí kapitál,

D - sazba daně z příjmů,

CK - tržní hodnota cizího kapitálu úročeného,

K - celková tržní hodnota investovaného kapitálu - kapitál celkem,

n_{VK} - náklady na vlastní kapitál při dané úrovni zadlužení podniku,

VK - tržní hodnota vlastního kapitálu.

Vážené průměrné náklady na vlastní kapitál WACC

– náklady na vlastní kapitál a koeficienty odúročitelů pro další roky diskontování představují dle níže uvedené tabulky výši **7,3 %**.

Tabulka 5.4 Výpočet WACC a odúročitele

Výpočet WACC a odúročitele	koef.
$WACC = 0,1 \cdot (1-0,19) \cdot 0,293 + 0,07 \cdot 0,71$	0,073
$odúročitel_{2014} = 1 / (1+0,073)$	0,932
$odúročitel_{2015} = 0,932 \cdot 1 / (1+0,073)$	0,868
$odúročitel_{2016} = 0,868 \cdot 1 / (1+0,073)$	0,809
$odúročitel_{2017} = 0,809 \cdot 1 / (1+0,073)$	0,754
$odúročitel_{2018} = 0,754 \cdot 1 / (1+0,073)$	0,390

Zdroj: vlastní zpracování

Tabulka 5.5 Seznam dat pro výpočet WACC a odúročitele

Údaje potřebné pro výpočet WACC	m.j.	hodnota
Náklady na cizí kapitál (<i>nákladové úroky/cizí kapitál</i>)	%	0,100
Daňová sazba	%	19
Náklady na vlastní kapitál	%	0,071
Tržní hodnota - cizí kapitál	tis. Kč	8 492
Tržní hodnota - celkový kapitál	tis. Kč	28 997
Tržní hodnota - vlastní kapitál	tis. Kč	20 505
Tržní hodnota - nákladové úroky	tis. Kč	872

Zdroj: vlastní zpracování

Volný peněžní tok

Diskontované peněžní toky vychází z volných peněžních toků, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům. Volné peněžní toky pro první fázi vypočítáme z korigovaného provozního výsledku po zdanění, ke kterému přičteme rozdíl mezi odpisy a investicemi do provozně nutného pracovního kapitálu a dlouhodobého majetku. Hodnoty výpočtů výše investic do provozně nutného kapitálu, korigovaného provozního výsledku hospodaření a následně výpočet volných peněžních toků znázorňují níže uvedené tabulka 5.6. Podrobný výpočet hodnot obsahuje příloha 15. Určení investovaného kapitálu provozně nutného.

Tabulka 5.6 Plán investovaného pracovního kapitálu provozně nutného

Položka	2013	Predikce				
		2014	2015	2016	2017	2018
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
Dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
Dlouhodobý hmotný majetek	14 322	13 708	13 110	12 526	19 840	19 005
Dlouhodobý majetek provozně nutný	14 322	13 708	13 110	12 526	19 840	19 005
Zásoby	14 933	14 120	15 913	16 860	16 768	17 471
Pohledávky	15 798	15 689	17 681	18 734	18 632	19 412
Provozně nutná výše peněz	1 992	1 945	1 774	792	1 464	3 254
Ostatní aktiva	0	0	0	0	0	0
Krátkodobé závazky	18 107	24 317	25 336	26 398	29 278	29 581
Ostatní pasiva	0	0	0	0	0	0
Pracovní kapitál provozně nutný	14 616	7 437	10 032	9 988	7 586	10 556
Investovaný pracovní kapitál provozně nutný	28 938	21 145	23 142	22 514	27 426	29 561

Zdroj: vlastní zpracování

Dlouhodobý nehmotný majetek společnost neplánuje, protože pokud potřebují využít služeb vyplývajících z užívání těchto nehmotných aktiv (softwaru, patenty, licence apod.), tak pro danou potřebu tuto službu nakoupí u zkušených odborníků. Výše provozně nutné hodnoty peněz vychází z výpočtů, které jsou v příloze Určení investovaného kapitálu provozně nutného.

Tabulka 5.7 Korigovaný provozní VH vycházející z plánu výkonů

Položka	Predikce				
	2014	2015	2016	2017	2018
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
Výkony	78 443	81 730	85 154	88 722	92 440
Výkonová spotřeba	42 809	44 370	46 059	47 818	49 668
Přidaná hodnota	35 634	37 360	39 095	40 904	42 772
Osobní náklady	25 102	26 154	27 249	28 391	29 581
Daně a poplatky	173	173	173	173	173
Odpisy	614	598	585	685	836
Ostatní provozní položky	0	0	0	0	0
Ostatní provozní náklady	643	643	643	643	643
Ostatní provozní výnosy	132	132	132	132	132
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daní	9 234	9 924	10 577	11 144	11 671

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud od přidané hodnoty odečteme výše vyjmenované provozní náklady a přičteme ostatní provozní výnosy, dostáváme výši korigovaného provozního výsledku hospodaření před daněmi, s kterým budeme dále pracovat v následující tabulce za účelem výpočtu volného peněžního toku.

Tabulka 5.8 Volný peněžní tok FCF pro plánované období

Položka	Predikce				
	2014	2015	2016	2017	2018
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
Korigovaný provozní výsledek hospodaření před daněmi	9 234	9 924	10 577	11 144	11 671
Upravená daň z příjmu	1 754	1 886	2 010	2 117	2 217
Korigovaný provozní výsledek hospodaření po daních	7 480	8 038	8 567	9 027	9 454
Odpisy	614	598	585	685	836
Předběžný peněžní tok z provozu	8 094	8 636	9 152	9 712	10 290
Investice do provozně nutného pracovního kapitálu	-7 179	2 595	-44	-2 402	2 970
Investice do provozně nutného dlouhodobého majetku	0	0	1	7 999	1
Volný peněžní tok FCF	15 273	6 041	9 195	4 115	7 319

Zdroj: vlastní zpracování

Investice do provozně nutného pracovního kapitálu jsou v prvním roce nevyčerpané a to z toho důvodu, že vznikl meziroční pokles celkového investovaného kapitálu o 7 793 tis. Kč. Tento pokles se projevil zvýšením volného odnímatelného peněžního toku v roce 2014.

Stanovení hodnoty podniku v první fázi – prognóza

V první fázi stanovení hodnoty podniku vycházíme z diskontování volných peněžních toků po dobu finančního plánu. Výsledná hodnota první fáze je součtem diskontovaných peněžních toků za roky 2014 – 2018 a její výše činí dle následující tabulky **32 872 tis. Kč**.

Tabulka 5.9 Hodnota podniku v první fázi

Položka	2014	2015	2016	2017	2018
	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč	tis. Kč
FCFF	15 273	6 041	9 195	4 115	7 319
Diskontní míra WACC	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%
Odúročitel pro diskontní míru	0,932	0,868	0,809	0,754	0,390
Diskontované FCF k 1.1.2014	14 231	5 245	7 439	3 102	2 856
Hodnota první fáze	32 872				

Zdroj: vlastní zpracování

Pokračující hodnota – druhá fáze

Následuje druhá fáze stanovení hodnoty podniku, která vychází ze základního předpokladu výnosových metod ohodnocení podniku, z jejího pokračování. Hodnota z této fáze, která se stanoví pomocí Gordonova vzorce, se přičítá k hodnotě z fáze první. Při výpočtu jsou použity dvě hodnoty tempa růstu volného peněžního toku: g_1 pro výpočet volného peněžního toku pro rok 2019 a g_2 pro výpočet hodnot volných peněžních toků v pokračujícím neomezeném období. Výpočet hodnot znázorňuje níže uvedená tabulka 5.10:

Tabulka 5.10 Pokračující hodnota podniku

Hodnoty pro výpočet pokračující fáze	m.j.	hodnota
volný peněžní tok (FCFF ₂₀₁₈)	<i>tis. Kč</i>	7 319
tempo růstu FCFF (g_1)	<i>koef.</i>	0,028
tempo růstu FCFF (g_2)	<i>koef.</i>	0,010
vážené průměrná náklady WACC	<i>koef.</i>	0,073
odúročitel pro diskontní míru 2018	<i>koef.</i>	0,390
Výpočet pokračující hodnoty		
$FCFF_{2019} = FCFF_{2018} \cdot (1 + g_1)$	<i>tis. Kč</i>	7 524
$PH = FCFF_{t+1} / WACC - g_2$	<i>tis. Kč</i>	119 427
SH = PH · odúročitel₂₀₁₈	<i>tis. Kč</i>	46 597

Zdroj: vlastní zpracování

Současná hodnota vlastního kapitálu v druhé fázi činí 46 597 tis. Kč. Výsledná hodnota podniku představuje součet hodnot vlastního kapitálu z fáze první a z fáze druhé, jak je vypočteno v následující tabulce 5.11.

Tabulka 5.11 Výsledná hodnota podniku

Hodnota podniku	m.j.	hodnota
Hodnota podniku v 1. fázi	<i>tis. Kč</i>	32 872
Hodnota podniku ve 2. fázi	<i>tis. Kč</i>	46 597
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF (brutto)	<i>tis. Kč</i>	79 469
Úročený cizí kapitál k 1. 1. 2014	<i>tis. Kč</i>	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody DCF (netto)	<i>tis. Kč</i>	79 469

Zdroj: vlastní zpracování

Hodnota vlastního kapitálu podniku AXA s.r.o. určená podle metody diskontovaného volného peněžního toku: **79 469 tis. Kč**.

Analýza citlivosti koeficientu tempa růstu FCF

Výsledné hodnoty v pokračující 2. fázi je vhodné z důvodu věrohodnosti výpočtů podrobit analýze citlivosti koeficientu tempa růstu, jelikož výnosové metody předpokládají časově neomezenou tvorbu vlastního kapitálu. Do budoucnosti. Je ale samozřejmé, že podmínky stanovené na počátku období, z něhož základní data pro tvorbu výpočtů výnosových metod vychází, se v průběhu doby mění. V níže uvedené tabulce jsou provedeny konkrétní výpočty změn hodnoty podniku současné a pokračující, v závěru pak hodnoty vlastního kapitálu pro danou úroveň koeficientu g. Pro znázornění jednotlivých variant budeme počítat se změnou koeficientu g od 0% do 20%. Tato situace je též znázorněna graficky.

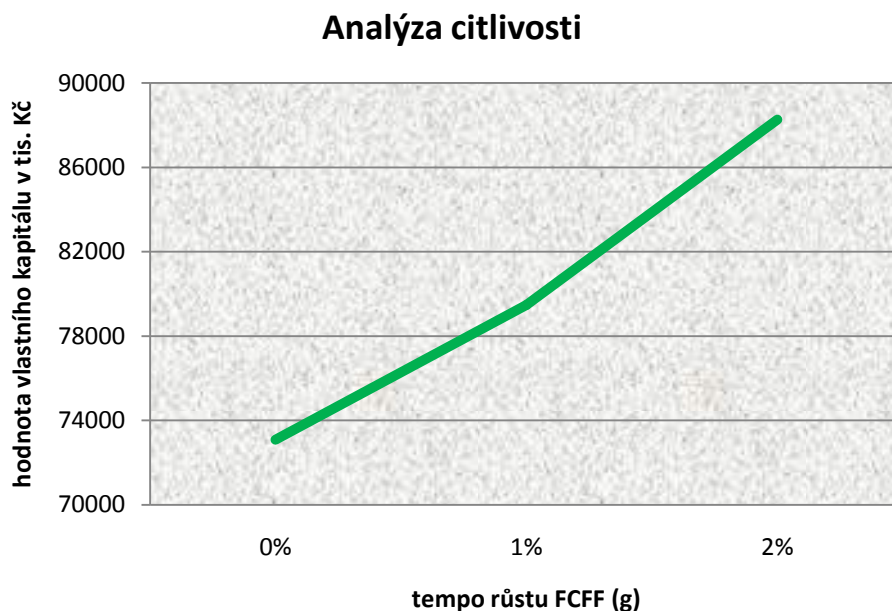
5.12 Analýza citlivosti změny tempa růstu FCF

tempo růstu FCF (g)	WACC	PH	SHP	HP	HVK
0%	7,3%	103 068	40 217	73 089	73 089
1%	7,3%	119 419	46 597	79 469	79 469
2%	7,3%	141 961	55 393	88 265	88 265

Zdroj: vlastní zpracování

Pro nastínění vývoje výsledné hodnoty vlastního kapitálu, reagující na změnu koeficientu g byly počítány varianty se změnou od 0 % do 2 %. Tato situace je též znázorněna graficky.

Analýza citlivosti změny tempa růstu FCFF



Zdroj: vlastní zpracování

5.2 Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA

Touto metodou stanovíme hodnotu podniku na úrovni hodnoty vlastního kapitálu podobným způsobem, jako u metody předešlé, u metody DFC. Rozdíl spočívá pouze v diskontování veličiny EVA. EVA udává hodnotu přebytku výnosů, které podniku zůstanou po úhradě provozních nákladů. Rozdíl mezi EVA a hodnotou provozního výsledku hospodaření spočívá v přidané hodnotě v ukazateli EVA, která je tvořena implicitními náklady. Implicitní náklady jsou náklady na vlastní kapitál, tedy celkový investovaný kapitál vynásobený váženými průměrnými náklady na kapitál.

Podobně jako u metody DFC probíhá výpočet hodnoty podniku ve dvou fázích. V první fázi diskontujeme ukazatel EVA za období plánované 2014 až 2018. Ve druhé vyčíslíme pokračující hodnotu podniku, vycházející z ukazatele EVA_{2018} upravenou o úrokovou míru.

Stanovení hodnoty podniku v první fázi – prognóza

Při výpočtu ukazatele EVA potřebujeme znát hodnoty těchto ukazatelů:

- NOPAT, což je hodnota provozního výsledku hospodaření upravená o daň z příjmů
- NOA k 1. 1. 2014, který je shodný s hodnotou investovaného kapitálu provozně nutného vypočítaný v metodě DFC.

Výpočet hodnoty podniku v první fázi je uveden v následující tabulce:

Tabulka 5.13 Současná hodnota podniku v 1. fázi

EVA	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Celkem
NOPAT (tis.Kč)	3 387	5 159	5 611	6 119	6 512	6 858	
NOA (tis. Kč)	28 997	24 062	26 345	27 003	31 818	32 224	
WACC · NOA _{t-1}	X	2 117	1 757	1 923	1 971	2 323	
EVA = NOPAT – WACC · NOA	X	3 042	3 854	4 196	4 541	4 535	
odúročitel pro diskontní míru 2013	7,30%						
odúročitel pro diskontní míru 2014-2018		0,932	0,868	0,809	0,754	0,39	
Diskontovaná EVA (tis.Kč)	X	2 835	3 345	3 395	3 424	1 769	14 768

Zdroj: vlastní zpracování

Současná hodnota podniku v první fázi je **14 768 tis. Kč**.

Stanovení hodnoty podniku v druhé fázi

Ve druhé fázi si stanovíme tyto hodnoty pro pokračující hodnotu podniku:

- NOPAT₂₀₁₉
- EVA₂₀₁₉

Tabulka 5.14 Současná hodnota podniku ve 2. fázi

Výpočet současné hodnoty ve 2. fázi	Tis. Kč
$\text{NOPAT}_{2019} = \text{NOPAT}_{2018} \cdot (1+0,028)$	7 050
$\text{EVA}_{2019} = \text{NOPAT}_{2019} - \text{NOA}_{2018} \cdot \text{WACC}$	3 964
$\text{Pokračující hodnota PH}_{2019} = \text{EVA}_{2019}/(\text{WACC}-g_2)$	62 927
Současná hodnota SH 2. fáze =	
$\text{PH}_{2019}/(1+i)^5$	35 704

Zdroj: vlastní zpracování

Současná hodnota podniku ve druhé fázi je **35 704 tis. Kč**

Výsledná hodnota podniku

V této závěrečné fázi zjistíme hodnotu MVA, která je součtem současných hodnot z 1. a 2. fáze. Dále k této hodnotě přičteme hodnotu NOA k datu ocenění, tj. k 1. 1. 2014.

Tabulka 5.15 Hodnota podniku dle metody EVA

Hodnota podniku	tis. Kč
Současná hodnota 1 fáze	14 768
Současná hodnota 2 fáze	35 704
MVA (SH 1.fáze + SH 2.fáze)	50 472
NOA k 1.1.2013	28 997
Provozní hodnota brutto	79 469
úročený cizí kapitál k 1.1.2014	0
Výsledná hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA	79 469

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota podniku dle metody EVA činí **79 469 tis. Kč**.

5.3 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Na základě snadného sestavení tohoto modelu je metoda kapitalizovaných čistých výnosů považována za základní model, který nám umožní stanovit hodnotu podniku

přímo. Postup výpočtu hodnoty podniku výše zmíněnou metodou je shodný s postupem všech výnosových metod. Rozdíl spočívá ve vlastním propočtu výnosové hodnoty, kterou lze stanovit dvěma způsoby: analytickou metodou nebo paušální metodou. [11, s. 227].

My použijeme pro stanovení propočtu výnosové hodnoty podniku metodu paušální. Níže uvedená tabulka obsahuje konkrétní propočty korigovaného provozního výsledku hospodaření za účelem zjištění trvale odnímatelného čistého zisku. Z důvodu věrohodnosti byla z výpočtu na základě váženého aritmetického průměru vyřazena data, která vykazují extrémní hodnoty (historicky starší data 2009 a 2010).

Tabulka 5.16 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů

Položka v tis. Kč	2009	2010	2011	2012	2013
Korigovaný provozní výsledek hospodaření	3 266	2 408	2 070	2 772	4 190
Sazba daně z příjmu	20	19	19	19	19
Upravená daň z příjmu	653	458	393	527	796
Trvalý čistý zisk	2 613	1 950	1 677	2 245	3 394
Váha	0	0	1	2	3
Trvalý čistý zisk · váha	0	0	1 677	4 491	10 182
Trvale odnímatelný čistý zisk	2 725				
Kalkulovaná úroková míra (i_k)	0,07				
Výsledná hodnota vlastního kapitálu	38 943				

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledná hodnota dle metody kapitalizovaných čistých výnosů činí **38 943 tis. Kč**.

5.4 Metoda účetní hodnoty

Tato metoda je posuzována pro svou jednoduchost získání hodnot za výchozí metodu, která vymezuje spodní hranici hodnoty podniku. Analyzovaná data jsou v okamžiku zjištění průkazná a poskytují základní informace o hodnotě podniku v oblasti aktiv, pasiv, cizích zdrojů, hodnotě základního a vlastního jmění [6].

Pro posuzovanou společnost AXA s.r.o. byla zjištěna tato spodní hranice hodnoty podniku vymezené na základě hodnot vlastního kapitálu, které vyplývají z účetního výkazu rozvahy. Postup zjištění a výsledek této hodnoty znázorňuje následující tabulka.

Tabulka 5.17 Metoda účetní hodnoty

Položka	Účetní hodnota (tis. Kč)
Majetek	
Dlouhodobý hmotný majetek	14 322
Zásoby	14 933
Krátkodobé pohledávky	15 798
Krátkodobý finanční majetek	1 941
Ostatní aktiva	118
Aktiva celkem	47 112
Závazky	
Dlouhodobé závazky	8
Krátkodobé závazky	18 107
Závazky celkem	18 115
majetek celkem	47 112
závazky celkem	18 115
Účetní hodnota vlastního kapitálu	28 997

Zdroj: vlastní zpracování

Spodní hranice hodnoty podniku AXA s.r.o. představuje částku **28 977 tis. Kč**.

6. Zhodnocení výsledků

Posuzovaný podnik AXA s.r.o. je podnikem střední velikosti působící v odvětví, které má u nás dlouholetou historii a tradici. Z tohoto pohledu by při stanovení hodnoty podniku mělo být zřetelné na jedné straně prestiž a možnost nových příležitostí, které se nabízejí, ale na straně druhé jde o velké riziko, které s sebou přináší neustále se měnící podmínky trhu. Další rizika spočívají také ve velmi specifickém a úzkém zaměření výroby této společnosti a ve vysoké hodnotě vyráběných produktů a komponentů.

Stanovit hodnotu podniku v tomto nikdy nekončícím sledu vzestupů a pádů je velmi těžké. Další rizikové faktory, které mohou ohrozit stanovení hodnoty podniku tak aby měla co nejvyšší vypovídací schopnost, vyplývají z nedostatečných a nekvalitních vstupních informací, z nesprávné diagnózy relevantního trhu či z chybného odhadu tempa růstu trhu. Záporným faktorem, snižující věrohodnost projektu stanovení hodnoty podniku, může být i automatické přebírání podnikových plánů od managementu společnosti. Tyto plány mohou být nadhodnoceny či podhodnoceny nebo dokonce příliš úzce zaměřeny pouze na úzký okruh potenciálních zákazníků.

Pro sestavení hodnoty podniku za účelem jejího prodeje byla v úvodní fázi vypočítaná její **předběžná hodnota** na základě generátorů hodnoty. Hlavními činiteli tohoto výpočtu jsou tempo růstu tržeb a velikost prodeje v posledním posuzovaném období.

Výsledná hodnota stanovená na úrovni generátorů hodnoty činí **30 805 tis. Kč**.

Hodnota podniku stanovená na základě metody diskontovaného volného peněžního toku nám určuje v tomto případě **horní hranici** pro stanovení hodnoty podniku. Hodnota podniku stanovená na základě optimistických očekávání do budoucna, která jsme vyjádřili prostřednictvím plánovaných tržeb, byla stanovena na úrovni **79 469 tis. Kč**.

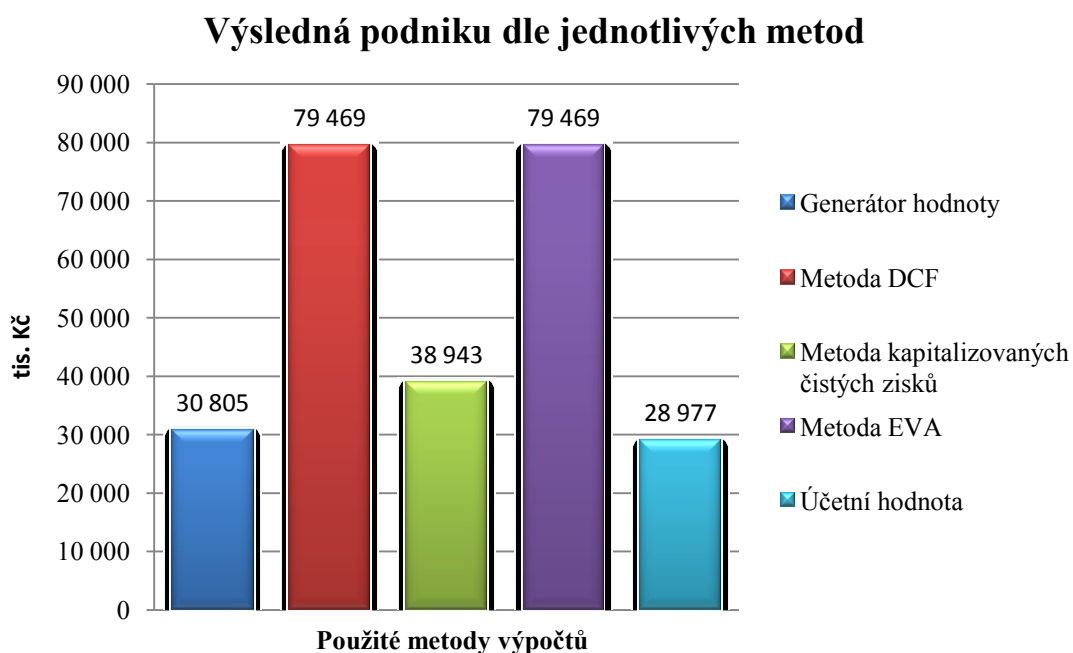
Metoda ekonomické přidané hodnoty EVA nám stanoví obdobným způsobem, jako metoda diskontovaného volného peněžního toku, horní hranici hodnoty podniku a tyto hodnoty by měly vykazovat stejnou výši. Výsledná hodnota stanovená metodou EVA je stanovena na úrovni **79 469 tis. Kč**.

Pro **určení spodní** hranice hodnoty podniku byla použita metoda účetní hodnoty, která představuje účetní hodnotu vlastního kapitálu ve výši **28 977 tis. Kč**.

Abychom zjistili určitou „střední“ hodnotu mezi spodní a horní hranicí hodnoty podniku, použili jsme metodu kapitalizovaných čistých výnosů. Na základě této metody jsme stanovili hodnotu podniku ve výši **38 943 tis. Kč**.

V následujícím grafu 6.1 jsou jednotlivé metody znázorněny a pro účely stanovení hodnoty podniku AXA s.r.o. je zřejmé, že na úrovni účetní hodnoty a generátorů hodnoty, které jsou si téměř rovny, je stanovená cena přiměřená dané současné situaci, pokud by se jednalo o prodej podniku pod nátlakem času. O jistém kompromisu pak vypovídá hodnota podniku dle metody kapitalizovaných čistých zisků.

Graf 6.1 Hodnota podniku



Zdroj: vlastní zpracování

7. Závěr

Cílem této diplomové práce bylo stanovení hodnoty podniku AXA s.r.o. za účelem jeho prodeje v blízkém časovém horizontu dvou let. Protože výsledky analýz potvrdily schopnost podniku jeho existence do budoucnosti, byla tato hodnota v předběžné fázi stanovena pomocí generátorů hodnoty a následně byly použity výnosové metody diskontovaného peněžního toku a ekonomické přidané hodnoty EVA, které umožňují stanovit objektivizovanou hodnotu podniku. Z důvodu co nejvyššího objektivního přístupu ke stanovení hodnoty podniku byla na stanovení nákladů na vlastní kapitál použita metoda CAPM modelu. Pro podporu stanovení hodnoty podniku byly ještě využity metody účetní hodnoty a metoda kapitalizovaných čistých zisků.

V teoretické části byly vymezeny základní poznatky potřebné k ocenění podniku. Na základě principů ohodnocení podniku jsme se seznámily se základními pilíři ocenění, kterými jsou důvod ocenění a volba vhodné metody ocenění. Součástí teoretické přípravy jsou pak další následující kroky oceňovatele, které spočívají v provedení strategické analýzy a v sestavení finančního plánu.

V praktické části jsme se seznámily s konkrétním podnikem s fiktivním názvem AXA s.r.o. Majitelé společnosti z důvodu opatrnosti a případných spekulací, které by mohly nastat, se rozhodli pro tuto metodu nezveřejnění. Na základě provedené strategické analýzy jsme si vymezili makrookolí a mikrookolí podniku za účelem zjištění pozice podniku AXA s.r.o. na trhu. Podnik operující na strojírenském trhu má již dlouholetou tradici a strategická analýza nám potvrdila, že výkony managementu podniku v oblasti strategií jsou na stabilní úrovni. Přesto, že došlo k celostátní (ale i celoevropské) stagnaci poptávky po výkonech podniků s výrobou těžkých obráběcích strojů, hodnocený podnik AXA s.r.o. včas zareagoval na nově vznikající spotřebitelský trend, kterým se stávají substituty pocházející především z Číny. Zřídil dceřinou společnost pro účely nákupu a prodeje těchto strojů a provedl také rozsáhlou reorganizaci a modernizaci své výroby a přizpůsobil se tak dalšímu novému trendu v preferenci zájmů zákazníka, která spočívá ve výrobě speciálního obráběcího stroje pro konkrétního zákazníka.

Finanční analýza, která navázala na analýzu strategickou, nám podala důkazy o rentabilitě a flexibilitě hodnoceného podniku AXA s.r.o. O kvalitě podniku rovněž

vypovídá i provedená Altamanova analýza, kdy jsme na základě ukazatele Z-skóre vyhodnotili ekonomickou výkonnost podniku na hranici bezpečné zóny. Těmito analýzy jsme dospěli k závěru, že podnik je stabilní a prosperující a je schopen tvorby přidané hodnoty pro všechny zainteresované strany.

Cíl diplomové práce byl naplněn v těchto dílčích krocích:

- a) stanovení hodnoty podniku na úrovni historických cen účetní metodou, čímž byl dán základ pro vymezení dolní hranice hodnoty podniku,
- b) stanovení hodnoty podniku na úrovni generátorů hodnoty, čímž jsme potvrdili správnost závěrů vycházejících ze strategické analýzy, tj. že podnik je schopen tvorby přidané hodnoty,
- c) stanovení objektivizované hodnoty podniku pomocí výnosových metod: diskontovaného peněžního toku a metody účetní přidané hodnoty EVA, které svou hodnotou představují horní hranici hodnoty podniku,
- d) stanovení určité „střední“ hodnoty podniku pomocí metody kapitalizovaných čistých zisků.

Majitelé podniku AXA s.r.o. mají na základě navržených výpočtů hodnoty podniku dostatečný prostor pro vyjednávání o ceně. Výsledná cena podniku by se měla pohybovat mezi mantinely spodní a dolní hranice. **Dolní hranice** představuje hodnotu **28 977 tis. Kč**, **střední hranice** (lze ji posuzovat jako hranici kompromisu) představuje hodnotu **39 943 tis. Kč** a **objektivní nejvyšší hranice** představuje hodnotu **79 469 tis. Kč**.

Seznam použitých zdrojů

1. ANDERSON, Patrick L. *The economics of business valuation: towards a value functional approach*. Stanford, California: Stanford Economics and Finance, an imprint of Stanford University Press, xvi 424 pages. ISBN 978-080-4758-307.
2. COPELAND, Tom. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1994, 359 s. ISBN 80-856-0541-4
3. DEDOUCHOVÁ, Marcela. *Kvalitní strategie - předpoklad úspěchu firmy*. Praha: Profess, [1998?], 108 s. Tajemství prosperity. ISBN 80-852-3525-0.
4. DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2006, 191 s. ISBN 80-861-1958-0.
5. KINCL, Jan. *Marketing podle trhů*. 1. vyd. Praha: Alfa Publishing, 2004, 172 s. ISBN 80-868-5102-8.
6. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. Vyd. Praha: C.H.BECK, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1
7. KONEČNÝ, Jiří. *Podniková ekonomika*. Vyd. 1. Zlín: Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně, 2010, 134 s. ISBN 978-80-7318-771-2.
8. KOTLER, Philip. *Marketing management*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 788 s. ISBN 978-80-247-1359-5.
9. KEŘKOVSKÝ, Miloslav. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2002, xii, 172 s. ISBN 80-717-9578-X.
10. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. upr. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2007, 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
11. MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2003, 402 s. ISBN 80-861-1957-2.
12. MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota, CF ROI*. Přepřac. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2005, 164 s. ISBN 80-861-1961-0.
13. NESNÍDAL, Jiří. *Občanský zákoník: s komentářem : zákon č. 89/2012 Sb. : 1. obecná část (§ 1 až § 654), 2. rodinné právo (§ 655 až § 975), 3. absolutní majetková práva (§ 976 až § 1720)*. Český Těšín: Poradce, 2012, 320 s. ISBN 978-807-3653-361.

14. PORTER, Michael E. *Konkurenční strategie: metody pro analýzu odvětví a konkurentů*. Praha: Victoria Publishing, 1994, xv, 403 s. ISBN 80-856-0511-2.
15. SEDLÁČKOVÁ, Helena. *Strategická analýza*. 2. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006, xi, 121 s. ISBN 80-717-9367-1.

Internetové zdroje:

16. OBČANSKÝ ZÁKONÍK: právo/zákony. *Business center.cz* [online]. 2014 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obcansky-zakonik/>
17. KAŠÍK, Josef. *Podniková diagnostika*. In. Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava, Fakulta ekonomická, Katedra podnikohospodářská [online]. 2014 [cit. 2015-04-1]. Dostupné z: <http://lms.vsb.cz/course/view.php?id=12301>
18. MEZIKRAJOVÉ SROVNÁNÍ: kraj. *Czso.cz* [online]. 2014 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/csu/xj/kraj>
19. Ročenka: indexnu. *Czso.cz* [online]. 2014 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.indexnu>
20. UKAZATELE SOCIÁLNÍHO A HOSPODÁŘSKÉHO VÝVOJE ČR: čtvrté čtvrtletí 2013. *Czso.cz* [online]. 2014 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: www.czso.cz/csu/czso/ukazatele-socialniho-a-hospodarskeho-vyvoje-ceske-republiky-4-ctvrtleti-2014-fx4bwvuw94
21. EKONOMICKÉ SUBJEKTY: ARES. *Info.mfcr.cz* [online]. 2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: http://www.info.mfcr.cz/uaresuares_es.html.cz
22. ZÁKON Č.151/1997 Sb. Zákon o oceňování majetku: legislativní dokumenty. *Mfcr.cz: legislativa* [online]. 2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/legislativa/legislativni-dokumenty/1997/zakon-c-151-1997-sb-uz-3429>
23. MAKROEKONOMICKÁ PREDIKCE: veřejný sektor - prognózy. *Mfcr.cz: verejny-sektor* [online]. 2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/prognozy/makroekonomicka-predikce/2015/makroekonomicka-predikce-leden-2015-20401>.
24. MINISTERSTVO SPRAVEDLNOSTI: Justice CZ obchodní rejstřík. *Portal.justice.cz* [online]. 2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx
25. PŘÍSTUP K PRÁVU EVROPSKÉ UNIE: Ústřední věstník Evropské unie ze dne 9. 8. 2008. *EUR-Lex.europa.eu* [online]. 2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal>
26. STROJÍRENSTVÍ: Podnikání - firmy v ČR. *Olomouc-firmy.cz* [online]. 2014 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: www.czech.cz/cz/Podnikani/Firmy-v-CR/Strojirenstvi
27. STRÁNKY SPOLEČNOSTI: Olomouc-firmy. *Olomouc-firmy.cz* [online]. 2014 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.olomouc-firmy.cz/>

28. ČÍNA A OBCHODNÍ A EKONOMICKÁ SPOLUPRÁCE S ČR: články-Čína. *Businessinfo.cz* [online]. 2015 [cit. 2015-04-20]. Dostupné z: <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/cina-obchodni-a-ekonomicka-spoluprace-s-cr-19057.html>
29. PANORAMA ZPRACOVATELSKÉHO PRŮMYSLU ČR 2013. *Ministerstvo průmyslu a obchodu* [online]. 2014 [cit. 2015-04-19]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/dokument154179.html>
30. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: kurzy.cz. *ČNB* [online]. 2015 [cit. 2015-04-19]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/cnb/ekonomika/vynos-desetileteho-statniho-dluhopisu-maastrichtske-kriterium/>
31. OBCHODNÍ KORPORACE. *Business.center.cz* [online]. [cit. 2015-04-19]. Dostupné z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchodni-korporace/cast1h4.aspx>

Seznam zkratk

A	celková aktiva
C	celkový kapitál
CF	peněžní tok
CK	celkový kapitál
CZ-NACE	odvětvová klasifikace ekonomických činností
CNC	číslicově řízený obráběcí stroj
DFC	diskontovaný peněžní tok
DM	dlouhodobý majetek
EBIT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFF	volný peněžní tok do firmy
HDP	hrubý domácí produkt
HP	hodnota podniku
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
NOA	čistá operativní aktiva
NOPAT	čistý provozní zisk po zdanění
MVA	tržní přidaná hodnota
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné vážené náklady na kapitál
X	tržby
ZP	zpracovatelský průmysl

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. 4. 2015

.....

jméno a příjmení studenta

Seznam tabulek

Tabulka 2.1 Výpočet upraveného pracovního kapitálu	27
Tabulka 2.2 Výpočet volného peněžního toku metodou DCF entity	41
Tabulka 2.3 Výpočet hodnoty vlastního kapitálu	42
Tabulka 4.1 Vývoj a struktura HDP v letech 2009-2013 produkční metodou v mld Kč	52
Tabulka 4.2 Makroekonomická predikce ČR (HDP výrobní metodou	52
Tabulka 4.3 Vývoj průměrné míry inflace v letech 2010 – 2016.....	53
Tabulka 4.4 Vývoj vzájemného obchodu mezi ČR a ČLR v letech 2008– 2012.....	55
Tabulka 4.5 Obrat a počet zaměstnanců MSP v ČR se zaměřením Strojírenské technologie	56
Tabulka 4.6 Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu	57
Tabulka 4.7 Meziroční vývoj ekonomických ukazatelů odvětví.....	59
Tabulka 4.8 Horizontální analýza rozvahy (v tis. Kč).....	63
Tabulka 4.9 Vertikální analýza rozvahy (v tis. Kč).....	64
Tabulka 4.10 Horizontální analýza výsledovky (v tis. Kč)	65
Tabulka 4.11 Porovnání provozního VH s peněžními toky z provozní činnosti.....	66
Tabulka 4.12 Ukazatele likvidity v letech 2009 – 2013	67
Tabulka 4.13 Ukazatele rentability.....	68
Tabulka 4.14 Ukazatele aktivity	69
Tabulka 4.15 Ukazatele zadluženosti	69
Tabulka 4.16 Altamanův index finančního zdraví podniku	71

Tabulka 4.17 Vývoj relevantního trhu a tržního podílu podniku	72
Tabulka 4.18 Zisková marže v letech podniku.....	74
Tabulka 4.19 Koeficient náročnosti investic a pracovního kapitálu na tržbách.....	75
Tabulka 4.20 Pracovní kapitál provozně nutný	75
Tabulka 4.21 Generátor hodnoty podniku AXA s.r.o.	76
Tabulka 4.22 Vývoj tržeb v odvětví	78
Tabulka 4.23 Prognóza tržeb podniku	79
Tabulka 4.24 Plán investic a odpisů v tis. Kč.....	80
Tabulka 4.25 Plán Výkazu zisků a ztráty	81
Tabulka 4.26 Zkrácená finanční analýza plánu	83
Tabulka 5.1 Třída systematického obchodního rizika.....	86
Tabulka 5.2 Koeficient finančního rizika	86
Tabulka 5.3 CAPM se znalostí Beta koeficientu při nulovém zadlužení.....	87
Tabulka 5.4 Výpočet WACC a odúročitele.....	88
Tabulka 5.5 Seznam dat pro výpočet WACC a odúročitele.....	88
Tabulka 5.6 Plán investovaného pracovního kapitálu provozně nutného	89
Tabulka 5.7 Korigovaný provozní VH vycházející z plánu výkonů	89
Tabulka 5.8 Volný peněžní tok FCF pro plánované období.....	90
Tabulka 5.9 Hodnota podniku v první fázi.....	91
Tabulka 5.10 Pokračující hodnota podniku	91

Tabulka 5.11 Výsledná hodnota podniku	92
5.12 Analýza citlivosti změny tempa růstu FCFF	92
Tabulka 5.13 Současná hodnota podniku v 1. fázi	94
Tabulka 5.14 Současná hodnota podniku ve 2. fázi	95
Tabulka 5.15 Hodnota podniku dle metody EVA	95
Tabulka 5.16 Metoda kapitalizovaných čistých výnosů.....	96
Tabulka 5.17 Metoda účetní hodnoty	97

Seznam grafů

Graf 4.1 Vývoj HDP v letech 2009 – 2016	53
Graf 4.2 Pozice odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu	58
Graf 4.3 Tržní podíl krajů ČR v oblasti strojírenství v r. 2014	61
Graf 4.4 Struktura trhu MSP v ČR dle počtu zakázek nad 10 mil Kč.....	62
Graf 4.5 Vývoj struktury pasiv	65
Graf 4.6 Vývoj ukazatelů finanční stability v letech 2011 - 2012.....	70
Graf 4.7 Závislost vývoje tržeb	73
Graf 6.1 Hodnota podniku	99

Seznam vzorců

Vzorec 2.1 Rentabilita aktiv [4].....	21
Vzorec 2.2 Rentabilita VK [4].....	22
Vzorec 2.3 Rentabilita tržeb [4].....	22
Vzorec 2.4 Doba obratu aktiv [4]	22
Vzorec 2.5 Doba obratu zásob [4]	22
Vzorec 2.6 Doba obratu pohledávek [4].....	22
Vzorec 2.7 Doba obratu závazků [4]	23
Vzorec 2.8 Obrat pohledávek, závazků, aktiv [4].....	23
Vzorec 2.9 Celková zadluženost [4]	23
Vzorec 2.10 Finanční páka [4].....	23
Vzorec 2.11 Zadluženost VK [4].....	23
Vzorec 2.12 Finanční samostatnost [4].....	24
Vzorec 2.13 Úrokové krytí [4].....	24
Vzorec 2.14 Úrokové zatížení [4].....	24
Vzorec 2.15 Běžná likvidita [7]	24
Vzorec 2.16 Pohotová likvidita [7].....	25
Vzorec 2.17 Okamžitá likvidita [7]	25
Vzorec 2.18 Čistý pracovní kapitál [4].....	25
Vzorec 2.19 Čistý pracovní kapitál [4].....	25

Vzorec 2.20 Koeficient náročnosti tržeb na pracovní kapitál [10]	28
Vzorec 2.21 Předběžná hodnota podniku [10]	29
Vzorec 2.22 Substanční hodnota [6]	36
Vzorec 2.23 Peněžní tok EVA [6]	40
Vzorec 2.24 Volný peněžní tok[6]	41
Vzorec 2.25 Volný peněžní [6]	41
Vzorec 2.26 Pokračující hodnota podniku [6]	41
Vzorec 2.27 Hodnota podniku metodou EVA [11]	42
Vzorec 2.28 Hodnota vlastního kapitálu [17]	43
Vzorec 2.29 Hodnota trvalého čistého zisku [17]	43
Vzorec 2.30 Náklady vlastního kapitálu [17]	44
Vzorec 2.31 Hodnota podniku [6]	44
Vzorec 2.32 Hodnota podniku [6]	45
Vzorec 2.33 Hodnota podniku [6]	45
Vzorec 2.34 Hodnota podniku [6]	45
Vzorec 5.1 Náklady na vlastní kapitál [6]	85
Vzorec 5.2 Koeficient Beta [12]	85
Vzorec 5.3 Průměrné vážené náklady kapitálu [12]	87

Seznam obrázků

Obrázek 2.1 - Členění vstupních dat	17
Obrázek 2.2 - Externí a interní prostředí podniku	18
Obrázek 2.3 - Pět konkurenčních sil.....	19
Obrázek 2. 2.4 - Postup sestavení finančního plánu podniku.....	31
Obrázek 3.1 Organizační struktura podniku.....	50